# صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية

## بين النظرية والتطبيق

تأليف
د. أشرف محمد دوابه

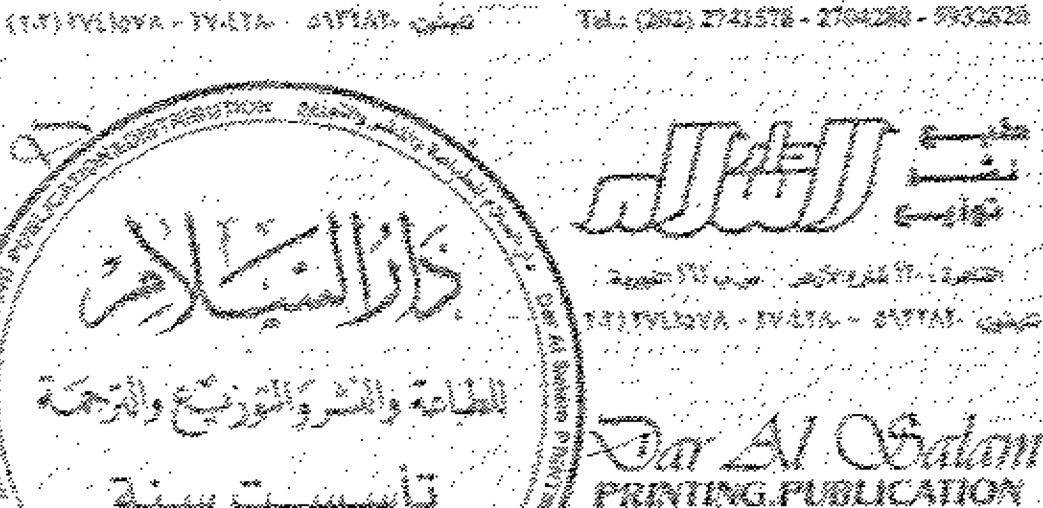
المعهد العالمي للفكر الإسلامي




دار السلام
للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة






دار السلام
للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة
تأسست سنة
١٩٧٣ م








جائزة
أفضل ناشر
للتراث



# صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية

## بين النظرية والتطبيق

تأليف

دكتور أشرف محمد دوابه



**أصل هذا الكتاب**

**رسالة علمية نال عنها مؤلفها درجة الماجستير في التمويل وإدارة الأعمال من أكاديمية السادات للعلوم الإدارية**



الطبعة الثانية
١٤٢٧هـ - ٢٠٠٦م

دار السلام
للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة
ش.م.م

تأسست الدار عام ١٩٧٣م وحصلت على جائزة أفضل ناشر للتراث لثلاثة أعوام متتالية ١٩٩٩م، ٢٠٠٠م، ٢٠٠١م هي عشر الجائزة تتويجًا لعقد ثالث مضى في صناعة النشر

جمهورية مصر العربية - القاهرة - الإسكندرية
الإدارة: القاهرة: ١٩ شارع عمر لطفي موازٍ لشارع عباس العقاد خلف مكتب مصر للطيران عند الحديقة الدولية وأمام مسجد الشهيد عمرو الشربيني - مدينة نصر
هاتف: ٢٧٠٤٢٨٠ - ٢٧٤١٥٧٨ (٢٠٢ +) فاكس: ٢٧٤١٧٥٠ (٢٠٢ +)
المكتبة: فرع الأزهر: ١٢٠ شارع الأزهر الرئيسي - هاتف: ٥٩٣٢٨٢٠ (٢٠٢ +)
المكتبة: فرع مدينة نصر: ١ شارع الحسن بن علي متفرع من شارع علي أمين امتداد شارع مصطفى النحاس - مدينة نصر - هاتف: ٤٠٥٤٦٤٢ (٢٠٢ +)
المكتبة: فرع الإسكندرية: ١٢٧ شارع الإسكندر الأكبر - الشاطبي بجوار جمعية الشبان المسلمين
هاتف: ٥٩٣٢٢٠٥ فاكس: ٥٩٣٢٢٠٤ (٢٠٣ +)
بريديًا: القاهرة: ص.ب ١٦١ الغورية - الرمز البريدي ١١٦٣٩
البريد الإلكتروني: info@dar-alsalam.com
موقعنا على الإنترنت: www.dar-alsalam.com

ت
ق
ر
ي
ظ

انتشرت البنوك الإسلامية عالميًا حتى صارت واقعًا فرض نفسه في ساحة الاقتصاد العالمي . وقد واجهت هذه البنوك في مسيرتها مشكلات ومعوقات حالت دون تحقيقها لأهدافها التنموية بالقدر المأمول . ومن أهم هذه المشاكل : ما تعانيه البنوك الإسلامية من عدم المواءمة بين مواردها القصيرة الأجل وأهدافها الاستثمارية الطويلة الأجل مما دفعها إلى استثمارًا أموالها استثمارًا قصير الأجل بحثًا عن السيولة والربحية .

وتظهر أهمية هذه الدراسة في وضعها لنموذج مقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية يربط بين المبادئ العلمية وأحكام الشريعة الإسلامية ، يمكن أن تتبناه هذه البنوك لجذب أموال صغار المدخرين – فضلًا عن كبارهم – واستثمار هذه الأموال ، علاوة على جزء من أموالها في الأوراق المالية ، وغيرها من مجالات الاستثمار الأخرى بكفاءة وفعالية لآجال قصيرة ومتوسطة وطويلة فتستجيب بذلك لحاجات المدخرين ما بين استثمار قصير ، ومتوسط ، وطويل الأجل ، بالإضافة إلى تحقيق رغبتها في الجمع بين : الربحية ، والسيولة ، والأمان ، والمساهمة في استيعاب ظاهرة التمويل قصير الأجل وتحقيق أهدافها التنموية المأمولة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي .

* * *

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ

## مقدمة

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله ومن والاه ... وبعد :

فإنه من منطلق كون الإسلام نظام شامل يتناول مظاهر الحياة جميعًا ؛ فإن الشريعة الإسلامية الغراء تتضمن في مجملها نظرية اقتصادية إسلامية متكاملة بدءًا من الاستخلاف في المال باعتبار المال مال الله تعالى والإنسان مستخلف فيه وفقًا لأوامر ونواهي صاحبه ، ومرورًا بالقواعد التي تحكم الأرباح وتوزيع الثروة وتداولها .

**ومن الناحية العملية** : نشأت اللبنة الأولى للاقتصاد الإسلامي - وهي البنوك الإسلامية القائمة - على أساس التعامل غير الربوي ، وانتشرت هذه البنوك عالميًا حتى صارت واقعًا فرض نفسه في ساحة الاقتصاد العالمي .

وقد نجحت هذه البنوك في مجالات عديدة ، ولكنها عجزت عن المساهمة الفعالة في عملية التنمية بشقيها الاقتصادي والاجتماعي في الدول الإسلامية وفقًا لما حددته لنفسها من أهداف نتيجة لبعض المشاكل التي واجهتها .

**ومن أهم هذه المشاكل** : ما تعانيه البنوك الإسلامية من عدم المواءمة بين مواردها التي أغلبها قصيرة الأجل ، واستخداماتها ذات الأهداف الطويلة الأجل .

فنظرًا للضغوط المتولدة عن طبيعة مواردها القصيرة الأجل ومخاطر ربطها في استثمارات طويلة الأجل وما ينشأ عنه من صعوبة تسييلها عند الحاجة إليها اتجهت هذه البنوك باستثماراتها إلى الاستثمار قصير الأجل بحثًا عن السيولة والربحية وما يتطلبه ذلك من احتفاظها بنسب عالية للسيولة مما يؤثر سلبًا على عوائدها . وفي الوقت نفسه : لم يحظ الاستثمار متوسط وطويل الأجل بأي أهمية تذكر في هذه البنوك .

ونظرًا لجمود أوعيتها الادخارية ، وعدم استجابتها لتنوع حاجات ورغبات المدخرين في وقت هي في أمسّ الحاجة فيه إلى تقديم أوعية ادخارية أكثر تطورًا وتمس حاجات أساسية ملحة للعملاء ؛ وبخاصة في ظل التطورات الحديثة التي طرأت على العمل

المصرفي فضلًا عن حرية تجارة الخدمات ؛ فإنه أصبح لزامًا عليها أن تنوع من أوعيتها وتطور من استثماراتها بغرض المواءمة بين الاستثمار القصير والمتوسط والطويل الأجل .

ومن هنا تظهر أهمية هذه الدراسة في وضعها لنموذج مقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية يربط بين المبادئ العلمية وأحكام الشريعة الإسلامية ، يمكن أن تتبناه هذه البنوك لجذب أموال صغار المدخرين ، فضلًا عن كبارهم ، واستثمار هذه الأموال علاوة على جزء من أموالها في الأوراق المالية ، وغيرها من مجالات الاستثمار الأخرى ؛ بكفاءة وفعالية لآجال قصيرة ومتوسطة وطويلة ، فتستجيب بذلك لحاجات المدخرين ما بين استثمار قصير ومتوسط وطويل الأجل بالإضافة إلى تحقيق رغبتها في الجمع بين : الربحية ، والسيولة ، والأمان ، والمساهمة في استيعاب ظاهرة التمويل قصير الأجل وتحقيق أهدافها التنموية المأمولة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي .

دكتور/ أشرف محمد دوابه

* * *

# صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية

## بين النظرية والتطبيق




## الاستثمار في البنوك الإسلامية

( ويضم تمهيدًا ، وأربعة مباحث )

**تمهيد**

**المبحث الأول : مجالات الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

**المبحث الثاني : صيغ الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

**المبحث الثالث : نطاق الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

**المبحث الرابع : مشكلات الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

* * *




## تمهيد

تسعى البنوك الإسلامية إلى تحقيق أهدافها التنموية اقتصاديًا واجتماعيًا من خلال الاستثمار في قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة سواء أكانت زراعية ، أو صناعية ، أو تجارية ، أو خدمية في دائرة ما أحله اللَّه تعالى ووفقًا لصيغ الاستثمار التي يحكمها قوله تعالى : ﴿ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ ﴾ [البقرة: ٢٧٥] .

وقد واجهت البنوك الإسلامية في مسيرتها مشكلات ومعوقات تحول دون تحقيقها لأهدافها ، منها ما أدى بهذه البنوك إلى توظيف جزء من أموالها بالخارج فضلًا عن عدم التوافق بين مواردها واستخداماتها وهامشية استثماراتها في الأوراق المالية .

وسوف نتعرض في هذا الفصل لدراسة الاستثمار في البنوك الإسلامية من خلال أربعة مباحث تتمثل فيما يلي :

**المبحث الأول : مجالات الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

**المبحث الثاني : صيغ الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

**المبحث الثالث : نطاق الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

**المبحث الرابع : مشكلات الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

تتعدد مجالات الاستثمار أمام البنوك الإسلامية في قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة من تجارة ، وصناعة ، وزراعة ، وخدمات ... إلخ .

ونظرًا لعدم توافر بيانات منتظمة عن التوزيع القطاعي للاستثمارات في المصارف الإسلامية بصفة عامة ؛ فسوف نعتمد على آخر بيانات مجمعة متاحة عن هذه القطاعات ثم نعزز ذلك بما أتيح لنا من بيانات حديثة نسبيًا عن التوزيع القطاعي للاستثمارات في كل من مصرف فيصل الإسلامي بالبحرين ، والبنك الإسلامي الأردني ، كما يلي :

**جدول رقم ( ١ )**

**الأهمية النسبية للتوزيع القطاعي للاستثمارات في عدد من المصارف الإسلامية**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** (١)

| المصرف | السنوات من : إلى | القطاع | | | | | إجمالي |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | التجارة ٪ | الصناعة ٪ | الزراعة ٪ | الخدمات ٪ | أخرى ٪ | |
| بنك فيصل الإسلامي المصري | ١٩٩٨:٨٤م | ٤٩,١ | ١٥,٧ | ٣,٠ | ٢٠,٤ | ١١,٨ | ٪١٠٠ |
| المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية | ١٩٨٥:٨٢م | ٧٠,٧ | ٨,٠ | ٣,٠ | ١٨,٣ | - | ٪١٠٠ |
| بنك دبي الإسلامي | ١٩٨٤:٨٢م | ٦٣,٧ | ٩,٢ | - | ٢٤,٦ | ٢,٥ | ٪١٠٠ |
| بيت التمويل الكويتي | ١٩٨٦:٨٢م | ٢٥,٧ | - | - | ٧٢,٢ | ٢,١ | ٪١٠٠ |
| بنك البحرين الإسلامي | ١٩٨٦:٨٥م | ٧١,٤ | - | - | ١٨,٤ | ١٠,٢ | ٪١٠٠ |
| متوسط الوزن النسبي | | ٥٦,١ | ٦,٦ | ١,٢ | ٣٠,٨ | ٥,٣ | ٪١٠٠ |

(١) المصدر : انظر محمد عبد المنعم أبو زيد ، النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ومعوقاته (رسالة ماجستير غير منشورة كلية التجارة جامعة الإسكندرية ١٩٩١م ص١٣٦ - ١٣٧ ، موسوعة تقويم أداء البنوك ، تقويم الدور الاقتصادي للمصارف الإسلامية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة الطبعة الأولى ١٤١٧هـ = ١٩٩٦م جـ٤ ص١٣٦ - ١٣٧ ) .

### جدول رقم ( ٢ )

### الأهمية النسبية للتوزيع القطاعي للاستثمارات في مصرف فيصل الإسلامي بالبحرين والبنك الإسلامي الأردني ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) [1]

| المصرف | السنة / القطاع | ١٩٩٠م ٪ | ١٩٩١م ٪ | ١٩٩٢م ٪ | المتوسط ٪ |
|---|---|---|---|---|---|
| مصرف فيصل الإسلامي البحرين | التجارة | ٧٩,٢ | ٨٣,١ | ٥٨,٤ | ٧٣,٦ |
| | الصناعة | ٧,١ | ٢,٢ | ٦,٣ | ٥,٢ |
| | الزراعة | ١,٦ | ١,٦ | ١,٥ | ١,٦ |
| | الخدمات | ٩,٠ | ١٣,١ | ١٦,٦ | ١٢,٩ |
| | أخرى | ٣,١ | – | ١٧,٢ | ٦,٧ |
| إجمالي | | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

| المصرف | السنة / القطاع | ١٩٩٢م ٪ | ١٩٩٣م ٪ | ١٩٩٤م ٪ | ١٩٩٥م ٪ | ١٩٩٦م ٪ | المتوسط ٪ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| البنك الإسلامي الأردني | التجارة | ٢٧,٦٠ | ٢٨,٣٠ | ٢٩,٣٥ | ٣١,٢١ | ٢٥,٥١ | ٢٨,٤ |
| | الصناعة | ١٤,٦٠ | ٩,١٠ | ٧,٣٧ | ٧,٣٥ | ١١,٣٦ | ١٠,٠ |
| | الزراعة | ٠,٤٠ | ٠,٢٥ | ٠,٣٢ | ٠,٣٤ | ٠,٢٩ | ٠,٣ |
| | الخدمات | ١٤,٦٦ | ١٢,٤٥ | ٣٦,١٣ | ٣٠,١٧ | ٢٦,٧٣ | ٢٤,٠ |
| | أخرى | ٤٢,٧٤ | ٤٩,٩٠ | ٢٦,٨٣ | ٣٠,٩٣ | ٣٦,١١ | ٣٧,٣ |
| إجمالي | | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من واقع بيانات الجدولين السابقين رقمي ( ١ ) ( ٢ ) يلاحظ أن قطاع التجارة يستحوذ على النسبة الكبرى من جملة استثمارات البنوك الإسلامية ، كما يحتل قطاع الخدمات أهمية كبيرة من هذه الاستثمارات بينما لم يحظ قطاعا الصناعة والزراعة على أهمية تذكر .

فمن خلال بيانات الجدول رقم ( ١ ) يتبين أن المتوسط العام للتوزيع النسبي لمجموعة البنوك الخمسة المذكورة قارب على نصف جملة الاستثمارات في هذه البنوك . بالنسبة لقطاع التجارة بنسبة ٥٦,١٪ كما بلغت نسبته ٣٠,٨٪ . بالنسبة لقطاع الخدمات في

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لمصرف فيصل الإسلامي بالبحرين ، والبنك الإسلامي الأردني ( سنوات مختلفة ) .

نفس الوقت الذي لم يحظ فيه قطاعا الصناعة والزراعة سوى على نسبة ٦,٦٪ × ١,٢٪ من جملة الاستثمارات على التوالي .

ومن خلال بيانات الجدول رقم ( ٢ ) يتبين أن قطاع التجارة قد استحوذ على ما يقارب ثلاثة أرباع الاستثمارات في مصرف فيصل الإسلامي البحرين بمتوسط نسبي ٧٣,٦٪ وعلى ما يزيد عن ربع الاستثمارات في البنك الإسلامي الأردني بمتوسط نسبي ٢٨,٤٪ خلال الفترة .

كما احتل قطاع الخدمات نسبة ١٢,٩٪ × ٢٤٪ من استثمارات البنكين المذكورين على التوالي خلال نفس الفترة السابقة ، بينما لم يحظ الاستثمار في قطاعي الصناعة والزراعة سوى بنسبة هامشية من هذه الاستثمارات حيث بلغ المتوسط النسبي ٥,٢٪ × ١٠٪ لقطاع الصناعة ١,٦٪ × ٠,٣٪ لقطاع الزراعة بالنسبة لهذين البنكين على التوالي خلال نفس الفترة .

وهكذا تُظْهِرُ هذه البيانات أن البنوك الإسلامية تركز في استثماراتها على قطاع التجارة بصفة رئيسية في نفس الوقت الذي لم يحظ فيه قطاعا الصناعة والزراعة بشيء يذكر رغم كونهما عصب الاقتصاد القومي ومقياس التقدم ؛ مما يعكس محدودية الدور التنموي لهذه المصارف .

ويعزي تركيز المصارف الإسلامية على الاستثمار في قطاع التجارة ؛ إلى طبيعة الاستثمارات في هذا القطاع من كونها قصيرة الأجل وهذا يتناسب مع غالبية موارد هذه المصارف والتي تتسم أيضًا بكونها قصيرة الأجل ؛ مما يؤدي إلى سرعة دوران رأس المال وسرعة تحقيق العائد وانخفاض مستوى المخاطرة ؛ لسهولة التنبؤ بطبيعة السوق ومتغيراته في الأجل القصير .

كما يمكن تفسير عزوف المصارف الإسلامية عامة عن تمويل قطاعي الزراعة والصناعة بعدة أسباب أهمها : أن طبيعة هذين القطاعين تحتاج إلى استثمارات كبيرة الحجم وطويلة الأجل ويكون العائد المنتظر منها في الغالب ليس سريعًا [1] مع ارتفاع درجة المخاطرة ، وهو ما تراه هذه المصارف ليس متمشيًا مع ظروفها .

وهكذا يتبين أن الدور الاقتصادي الذي كان مأمولًا من البنوك الإسلامية للاستثمار

---

(١) موسوعة تقويم أداء البنوك الإسلامية ، تقويم الدور الاقتصادي للمصارف الإسلامية ، مرجع سابق ج٤ ص٤٣ .

في قطاعي الزراعة والصناعة - نظرًا لأهميتهما في عملية التنمية - لم يتحقق في غالبية الحالات ولم يتحقق بالمستوى المطلوب في بعضها ، واحتل قطاع التجارة بدلًا منها المقدمة في استثمارات هذه البنوك .

ويرجع ذلك إلى أن الاستثمار في قطاع التجارة يستطيع تحقيق المتطلبات المالية والفنية للمصارف الإسلامية على عكس الاستثمار في قطاعي الزراعة والصناعة .

**ومعنى هذا** : أن الاعتبارات المالية كانت لها الأولوية المطلقة في استثمارات هذه المصارف - في هذا الشأن - وليست الاعتبارات الاقتصادية [1] .

* * *

(١) المرجع السابق ص١٩٣ .

قدم الفقه الإسلامي صيغًا متعددة للاستثمار في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة، ومن أهم هذه الصيغ : المشاركة ، والمرابحة ، والبيع الآجل ، والسَّلَم ، والاستصناع ، والاتجار المباشر والتأجير وغيرها .

**وفيما يلي عرض عام وموجز لهذه الصيغ نتبعه بالأهمية النسبية لها في المصارف الإسلامية :**

## أولًا : صيغ الاستثمار

### ١ - المشاركة :

تمثل المشاركة لب العمل الاستثماري في الإسلام وتتعدد صيغها وأشكالها وتتنوع مجالاتها وأنواعها ، وعلى أساسها قام فقه أصيل للشركات يقسمها إلى [(١)] :

#### ١ - شركة أملاك :

وتعني اشتراك اثنين أو أكثر في تملك عين دون فعلهما أو بفعلهما . وقد تكون هذه المشاركة جبرية كما في الميراث أو اختيارية كما في البيع أو الوصية .

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : أبو محمد عبد الله بن أحمد بن محمد بن قدامة ، المغني لابن قدامة ، مكتبة الرياض بدون تاريخ نشر ج٥ ص٣ - ٣٠ ، سيد سابق فقه السنة ، مرجع سابق ص٢٩٤ - ٢٩٩ ، يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، دار الصابوني ودار الهداية القاهرة الطبعة الأولى ١٤١٤هـ = ١٩٩٣م ص١٥٥ - ١٢٠ د . حسين شحاتة ، أصول محاسبة الشركات في الفكر الإسلامي ، دار الطباعة والنشر الإسلامية القاهرة بدون تاريخ نشر ص١٥ - ١٦ ، د . عبد العزيز عزت الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي ، مؤسسة الرسالة بيروت ، الطبعة الثالثة ١٤٠٨هـ = ١٩٨٧م ج٢ ص٧ - ٦٧ ، د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، دار المجتمع للنشر والتوزيع جدة ، دار الوفاء للطباعة والنشر المنصورة ، الطبعة الأولى ١٤١٠هـ = ١٩٩٠م ص٤٤ - ٤٥، د . الصديق الضرير ، أشكال وأساليب الاستثمار في البنوك الإسلامية ، برنامج التهيئة المبدئية للعاملين بالبنوك الإسلامية ، المعهد الدولي للبنوك والاقتصاد الإسلامي ١٤٠٢هـ = ١٩٨٢م مسلسل/ ٤ ص٧ - ١١ ، الغريب ناصر ، مفهوم التمويل بالمشاركة وأشكاله ، برنامج التهيئة المبدئية للعاملين بالبنوك الإسلامية ، المرجع السابق مسلسل/ ٥ ص٢١ - ٢٨ .

**٢ - شركة عقود :**

وتعني تعاقد اثنين أو أكثر على الاشتراك في مال أو عمل أو هما معًا ، وما ينتج عن ذلك من ربح أو خسارة .

**ويمكن تقسيم شركات العقود إلى : -**

**أ - شركات أموال** : وهى شركات يشترك فيها اثنان أو أكثر على أن يساهم كل منهما بمبلغ معين من المال بالإضافة إلى العمل ؛ وذلك للقيام بنشاط مشروع على أن يكون الربح والخسارة بينهما وفقًا لما اتفقا عليه .

**وتنقسم شركة الأموال بدورها إلى : -**

**شركة مفاوضة** : وتعنى عقد اتفاق بين اثنين أو أكثر على أن يشارك كل منهما بحصة من المال بالإضافة إلى العمل على أن يقتسما الربح والخسارة بينهما بالتساوي .

ويشترط في هذه الشركة : التساوي بين الشركاء في كل من المال ، والتصرف ، والدِّينْ ، والعقل .

**شركة عنان** : وتعنى اتفاقًا بين اثنين أو أكثر على أن يشارك كل منهما بحصة من المال بالإضافة إلى العمل على أن يقتسما الربح بينهما وفقًا لما اتفقا عليه (١) . ولا يشترط في هذه الشركة التساوي بين الشركاء في المال أو التصرف أو الدين أو الربح .

**ب - شركات أعمال** : وتعنى اتفاق بين اثنين أو أكثر ، على أن يتقبلا عملًا من الأعمال ، على أن تكون أجرة هذا العمل بينهما وفقًا لما اتفقا عليه .

وتلائم هذه الشركة أصحاب الحرف ؛ فقد يتفق اثنان ذوا صنعة واحدة أو مختلفة على عمل مشاركة للقيام ببعض الأعمال المهنية التي لا تحتاج إلى رأس مال كبير ، ويقتسما بينهما ما يتحقق من دخل من هذه الأعمال وفقًا لما اتفقا عليه ، وتسمى هذه الشركة أحيانًا : شركة الأبدان ، أو الصنائع .

**جـ - شركة وجوه** : وتعنى عقد اتفاق بين اثنين أو أكثر ممن لهم جاه ملحوظ وسمعة طيبة وثقة لدى التجار ، بمقتضاه يشترون بضاعة بالنسيئة ويبيعونها بالنقد ، على أن يكون لصاحب البضاعة ثمنها كاملًا بغض النظر عمًا تحققه من ربح أو خسارة ، وعلى

---

(١) انظر يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي مرجع سابق ص١٢٢ د . حسين شحاتة ، أصول محاسبة الشركات في الفكر الإسلامي ص١٦ .

أن يقتسم الشركاء الربح والخسارة بينهم وفقًا لما اتفقوا عليه .

ولا تتطلب هذه الشركة بذلك رأس مال يذكر من الشركاء ؛ حيث تعتمد على الذمم ولذلك يطلق عليها أحيانًا شركة الذمم ، أو شركة المفاليس .

**د – شركة مضاربة** : وتعنى عقد بين طرفين على أن يدفع أحدهما – ويسمى رب المال – نقدًا معلومًا إلى الطرف الآخر – ويسمى رب العمل – ليعمل فيه على أن يكون الربح بينهما بحصة شائعة ومعلومة ، وعلى أن لا يكون رب العمل ضامنًا للمال إلا بتفريط منه أو عدوان .

**ويمكن تقسيم المضاربة إلى نوعين :**

**الأول : المضاربة المطلقة** : وهى المضاربة التي لا تتقيد بزمان ، ولا مكان ، ولا عمل ، ولا ما يتاجر فيه المضارب ، ولا من يتعامل معه ، ولا أي قيد من القيود .

**الثاني : المضاربة المقيدة** : وهى المضاربة التي تتقيد بقيد أو أكثر من القيود المذكورة في النوع الأول أو نحوها .

ومن الجدير بالذكر أن الفقهاء اختلفوا في أنواع شركات العقود من حيث عددها وجوازها [١] .

هذا وفي ظل التطبيق العملي في المصارف الإسلامية للمشاركة برزت أشكال متعددة من المشاركات استجابة لممارسة هذه المصارف لتوظيف أموالها وللمتغيرات الخاصة الحاكمة لها .

**ويمكن تقسيم المشاركات وفقًا لما يلي [٢] :**

---

(١) يعتبر الحنابلة شركة المضاربة قسمًا خاصًا من أقسام شركة العقود ، ولم يوافقهم جمهور الفقهاء على ذلك ، كما اختلف الفقهاء في جواز شركات العقود ؛ فشركة العنان اتفق إجماع الفقهاء على صحتها ، وشركة الأبدان جائزة عند مالك وأبي حنيفة وأحمد وباطلة عند الشافعي ، وشركة المفاوضة جائزة عند مالك وأبي حنيفة وباطلة عند الشافعي وأحمد ، وشركة الوجوه جائزة عند أبي حنيفة وأحمد وباطلة عند مالك والشافعي ( لمزيد من التفاصيل انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ص ١٤ – ١٦ ، ٢٨ – ٣٠ ) .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : الغريب ناصر مفهوم التمويل بالمشاركة وأشكاله مرجع سابق ص٢١ – ٢٨ وأيضًا – د . الغريب ناصر ، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل ، نفس المؤلف الطبعة الأولى ١٤١٧هـ = ١٩٩٦م ص١٦٣ – ١٦٧ د . محمد صلاح الصاوي مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام مرجع سابق ص٦١٦ – ٦٢٧ د . حسين شحاتة ومحمد عبد الحكيم زعير ، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق ، بدون ناشر بدون تاريخ نشر ص٤١٤ – ٤١٧ ، يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ص١٦٥ – ١٦٦ ، حسن يوسف داود ، دور المصارف الإسلامية في التنمية الصناعية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، معهد الدراسات الإسلامية القاهرة ١٤١٣هـ = ١٩٩٢م ص٣٨ .

**أ - استمرار ملكية البنك :**

١ - **المشاركة الثابتة** : وفيها يكون للبنك حصة ثابتة في الشركة حتى انتهاء المدة المحددة لها .

٢ - **المشاركة المتناقصة** : وفيها يكون من حق الشريك أن يحل محل البنك في ملكية الشركة وذلك عن طريق تجنيب جزء من الدخل المتحصل لسداد حصة البنك حتى تنتقل ملكية الشركة كاملة إلى الشريك .

**ب - استرداد البنك للتمويل :**

١ - **المشاركة المستمرة** : وهي ترتبط بالشركة ذاتها ، فإذا ظلت الشركة قائمة ؛ ظل البنك شريكًا فيها .

٢ - **المشاركة المنتهية** : وهي ترتبط بوقت معين للتمويل : كدورة نشاط تجاري ، أو دورة مالية ، أو عملية مقاولات أو نحوها .

وتسمى هذه المشاركة منتهية ؛ نظرًا لكون الشركاء حددوا أجلًا معينًا للعلاقة بينهم .

**جـ - طبيعة الأصول المولة :**

١ - **المشاركة الجارية** : كالمشاركة في نفقات التشغيل .

٢ - **المشاركة الاستثمارية** : وهي التي تدخل في تكوين رأس المال الثابت .

**د - مجالات التمويل والاستثمار :**

١ - **المشاركة التجارية** : ويكون مجالها نشاط تجاري .

٢ - **المشاركة الزراعية** : ويكون مجالها نشاط زراعي .

٣ - **المشاركة الصناعية** : ويكون مجالها نشاط صناعي .

٤ - **المشاركة الخدمية** : ويكون مجالها نشاط خدمي .

**هـ - مدة المشاركة :**

١ - **المشاركة قصيرة الأجل** : وتكون مدتها غالبًا أقل من سنة .

٢ - **المشاركة متوسطة الأجل** : وتتراوح مدتها غالبًا ما بين سنة وسبع سنوات .

٣ - **المشاركة طويلة الأجل** : وهي غالبًا ما تزيد مدتها على سبع سنوات .

**٢ - المرابحة :**

وتعنى بيع السلعة بالثمن الذي اشتريت به مع زيادة ربح معلوم [١] .

**٣ - البيع الآجل :**

ويعنى بيع العين بثمن مؤجل [٢] .

**٤ - السَّلَم :**

هو بيع تسلم فيه السلعة آجلًا نظير دفع الثمن مقدمًا [٣] .

**٥ - الاستصناع :**

هو عقد على مبيع في الذمة يشترط فيه العمل على وجه الخصوص [٤] .

**٦ - الاتجار المباشر :**

وفيه يقوم البنك الإسلامي بالشراء والبيع باسمه ولصالحه [٥] .

**٧ - التأجير :**

ويعني تشغيل الأموال في غير عمليات البيع والشراء حيث يقوم مالك الأصول المختلفة ( معدات – آلات .. إلخ ) بتأجيرها إلى المستفيد لقاء أجر معلوم .

**وللتأجير صورتان في البنوك الإسلامية :**

**الأولى : التأجير التمويلي ( الرأسمالي ) :** وهو اتفاق قطعي لا رجوع فيه بين المصرف وعميله ، يشتري فيه الأول – أصلًا – ما يؤجره للثاني لمدة معينة خلال العمر الاقتصادي للأصل .

وللعميل الحق الكامل في استخدام الأصل في مقابل دفع أقساط إيجارية محددة ، وفي نهاية المدة المتفق عليها يعود الأصل إلى المصرف [٦] .

---

(١ ، ٢) انظر المبحث الثاني من الفصل الرابع .

(٣) انظر يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ،مرجع سابق ص٢٦٥ الفصل الرابع ص ٣١٩ – ٣٢١ .

(٤) كاسب عبد الكريم البدران ، عقد الاستصناع ، دار الدعوة الإسكندرية ١٩٧٨م ص٥٩ .

(٥) انظر المبحث الثاني من الفصل الرابع .

(٦) انظر : د . الغريب ناصر ، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل ، مرجع سابق ص١٤٢ .

وهنا يفصل بين الملكية القانونية ، وهي من حق البنك . والملكية الاقتصادية ؛ وهي من حق المستأجر . ويضمن البنك ماله ببقاء العين في ملكه وربحه ممثلًا في التدفقات النقدية على مدى مدة الإجارة الغير قابلة للإلغاء .

**ومن صوره** : احتفاظ المؤجر بالقيمة المتبقية من الأصل وبيعه إلى طرف ثالث عند نهاية الفترة المحددة .

**أيضًا من صوره** : احتفاظ المستأجر بالقيمة المتبقية من الأصل ، أو شرائها بسعر اسمي ، أو نسبة من قيمة الأصل الأصلية ، أو عن طريق المساومة (١) .

**الثانية : التأجير التشغيلي ( الخدمي )** : وفيه يعتمد البنك على السوق في الحصول على الإيجار أو بيع نفس الأصل ، ولا يكون هناك ارتباط بين العمر الزمني والإيجار على مدى عمر الأصل (٢) .

وهو بذلك يختلف عن التأجير التمويلي من ناحيتين أساسيتين :

**الأولى** : أنه غير قابل للإلغاء ويكون بصفة عامة لمدة أقصر من التأجير التمويلي .

**والثانية** : أن المصرف يكون فيه مسئولًا عمليًا عن جميع نفقات الملكية (٣) .

## ثانيًا : الأهمية النسبية لصيغ الاستثمار في البنوك الإسلامية

تختلف الأهمية النسبية لصيغ الاستثمار في البنوك الإسلامية من صيغة لأخرى وفي ضوء ما أتيح لنا من بيانات يوضح الجدول التالي الأهمية النسبية لصيغ الاستثمار في عدد من المصارف الإسلامية :

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : يوسف كمال محمد فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ص١٧٠ – ١٧١ ، د . محمد عمر شابرا ، نحو نظام نقدي عادل ، دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي القاهرة ، الطبعة الثانية ١٤١٠هـ = ١٩٩٠م ص٢٢٤ – ٢٢٥ الفصل الرابع ص٣١٠ – ٣١١ .

(٢) يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ص١٧٠ ١٧١ .

(٣) د . محمد عمر شابرا ، نحو نظام نقدي عادل ، مرجع سابق ص ٢٢٥ .

## جدول رقم ( ٣ )

## الأهمية النسبية لصيغ الاستثمار في عدد من المصارف الإسلامية

## ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) [١]

| المصـــــرف | الفترة من : إلى | الصيـــغ | | | | | إجمالي |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | مضاربة ٪ | مشاركة ٪ | مرابحة ٪ | مباشر ٪ | أخرى ٪ | |
| المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية | ٨٢:١٩٨٦م | ٣,٣ | ١٦,٠ | ٤٢,٣ | ٢٠,١ | ١٨,٣ | ١٠٠٪ |
| البنك الإسلامي الأردني | ٨٠:١٩٨٤م | ٢,٥ | ٨,٠ | ٧٨,٤ | ١١,١ | - | ١٠٠٪ |
| بيت التمويل الكويتي | ٨٢:١٩٨٦م | ٠,٣ | ٠,٨ | ١٩,٨ | ٦١,٤ | ١٧,٧ | ١٠٠٪ |
| مصرف قطر الإسلامي | ٨٤:١٩٨٧م | ٢,٩ | ٠,٩ | ٩٥,٩ | ٠,٣ | - | ١٠٠٪ |
| بيت التمويل السعودي التونسي | ٨٤:١٩٨٦م | ٠,٧ | ١٠,٥ | ٨٦,٢ | - | ٢,٦ | ١٠٠٪ |
| بنك البركة السوداني | ٨٣:١٩٨٥م | - | ٣٥,٠ | ٦٥,٠ | - | - | ١٠٠٪ |
| البنك الإسلامي السوداني | ٨٣:١٩٨٥م | ٢,٠ | ٤٥,٠ | ٥٣,٠ | - | - | ١٠٠٪ |
| بنك فيصل السوداني | ٨٣:١٩٨٥م | ٢,٠ | ٥٤,٠ | ٤٣,٠ | - | ١,٠ | ١٠٠٪ |
| بنك التنمية التعاوني السوداني | ٨٣:١٩٨٥م | ٢٨,٤ | ١٦,٥ | ٥٥,١ | - | - | ١٠٠٪ |
| البنك الإسلامي لغرب السودان | ٨٣:١٩٨٥م | ٠,٣ | ٢٦,٤ | ٧٢,٩ | - | ٠,٤ | ١٠٠٪ |
| بنك التضامن الإسلامي السوداني | ٨٣:١٩٨٥م | ١,٠ | ٤٦,٨ | ٥٢,٢ | - | - | ١٠٠٪ |
| متوسط الوزن النسبي | | ٤,٠٪ | ٢٣,٦٪ | ٦٠,٤٪ | ٨,٤٪ | ٣,٦٪ | ١٠٠٪ |

من خلال بيانات الجدول السابق رقم ( ٣ ) يتبين أن أسلوب المرابحة يستحوذ على الوزن الأكبر من صيغ الاستثمار في مجموعة المصارف المذكورة بنسبة ٦٠,٤٪ .

بينما يحتل أسلوب المشاركة نسبة منخفضة ٢٣,٦٪ .

ويعكس الجدول ارتفاع نسبة المشاركة في بنوك السودان عنها في البنوك الأخرى .

أما بالنسبة للمضاربة والاستثمار المباشر : فلم يحتلا سوى دورًا هامشيًا حيث بلغت نسبتهما ٤٪ × ٨,٤٪ على التوالي .

وهكذا يتبين أن الصورة السائدة للبنوك الإسلامية هي : أنها ولت وجهها عن أساس العمل الاستثماري في الإسلام والمتمثل في المشاركة والمضاربة ، واتجهت اتجاهًا ملحوظًا ومتباينًا نحو المرابحة ؛ لاتفاقها مع نمط المعاملات القائمة في البنوك التقليدية ، والتي تتمثل في

( ١ ) المصدر : موسوعة تقويم أداء البنوك الإسلامية ، تقويم الدور الاقتصادي للمصارف الإسلامية ، مرجع سابق ص٣٦ ، ٨٠ ، ١٣٤ محمد عبد المنعم أبو زيد ، الدور الاقتصادي للمصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي القاهرة ، الطبعة الأولى ، ١٤١٧هـ ، ١٩٩٦م ص٦٣ .

الاقتراض والإقراض ، وبخاصة أن الكثير من المصرفيين العاملين في حقل البنوك الإسلامية جاءوا إليها من بنوك تقليدية تتعامل بالربا فآثروا المرابحة على غيرها من صيغ الاستثمار .

ويؤكد ذلك ما أتيح لنا من بيانات حديثة نسبيًا عن صيغ الاستثمار في عدد من البنوك الإسلامية ممثلة في بنك دبي الإسلامي ومصرف قطر الإسلامي ، وبنك الشمال السوداني والبنك الإسلامي الأردني من خلال الجدول التالي رقم ( ٤ ) :

**جدول رقم ( ٤ )**

**الأهمية النسبية لصيغ الاستثمار في عدد من البنوك الإسلامية**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** [1]

| المصرف | الصيغ | ١٩٨٨م ٪ | ١٩٨٩م ٪ | ١٩٩٠م ٪ | ١٩٩١م ٪ | ١٩٩٢م ٪ | ١٩٩٣م ٪ | ١٩٩٤م ٪ | ١٩٩٥م ٪ | ١٩٩٦م ٪ | للمتوسط النسبي ٪ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| بنك دبي الإسلامي | مضاربة | ١,٢ | ١,٠ | ١,٦ | ٠,٨ | ١,٥ | ٣,٦ | ٤,٤ | ٣,٤ | | ٢,٢ |
| | مشاركة | ٠,٨ | ٠,٩ | ٠,٧ | ١,١ | ٢,٠ | ١,٣ | ١,٣ | ١,٧ | | ١,٢ |
| | مرابحة | ٩٠,٤ | ٩٢,٤ | ٩١,٧ | ٩٢,٨ | ٧٣,٤ | ٧٥,٩ | ٦٩,٥ | ٦٠,٢ | | ٨٠,٨ |
| | استصناع | - | - | - | - | ١٦,٠ | ١٢,٩ | ١٨,٢ | ٢٦,٦ | | ٩,٢ |
| | أخرى | ٧,٦ | ٥,٧ | ٦,٠ | ٥,٣ | ٧,١ | ٦,٣ | ٦,٦ | ٨,١ | | ٦,٦ |
| إجمالي | | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | | ٪١٠٠ |
| مصرف قطر الإسلامي | مضاربة | | | | | | ١٧,٥ | ١٧,٥ | | | ١٧,٥ |
| | مشاركة | | | | | | ٢,٢ | ٢,٥ | | | ٢,٤ |
| | مرابحة | | | | | | ٦٢,٧ | ٦٤,٨ | | | ٦٣,٨ |
| | استصناع | | | | | | ١,٣ | ٤,٢ | | | ٢,٧ |
| | أخرى | | | | | | ١٦,٣ | ١١,٠ | | | ١٣,٦ |
| إجمالي | | | | | | | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | | | ٪١٠٠ |
| بنك الشمال الإسلامي السوداني | مشاركة | | | | ٧٢,٠ | ٢٦,٠ | | ٧١,٠ | ٦٤,٠ | ٨٢,٠ | ٦٣,٠ |
| | مرابحة | | | | ٢٨,٠ | ٨,٥ | | ٢٢,٠ | ٢٣,٠ | ١٤,٠ | ١٩,١ |
| | أخرى | | | | - | ٦٥,٥ | | ٧,٠ | ١٣,٠ | ٤,٠ | ١٧,٩ |
| | | | | | | | | | | | |
| إجمالي | | | | | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |
| البنك الإسلامي الأردني | مشاركة | | | | | ٢,٥ | ٢,٨ | ٢,١ | ٢,٠ | ٢,٦ | ٢,٤ |
| | مرابحة | | | | | ٤٤,٦ | ٤٣,٧ | ٥٢,٧ | ٥٧,٤ | ٦١,٨ | ٥٢,٠ |
| | أخرى | | | | | ٥٢,٩ | ٥٣,٥٠ | ٤٥,٢ | ٤٠,٦ | ٣٥,٦ | ٤٥,٦ |
| إجمالي | | | | | | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

---

( ١ ) **المصدر** : التقارير السنوية لهذه المصارف ( سنوات مختلفة ) .

من خلال بيانات الجدول السابق رقم ( ٤ ) يلاحظ أن المرابحة هي الأسلوب السائد في استثمار الأموال في : بنك دبي الإسلامي ومصرف قطر الإسلامي والبنك الإسلامي الأردني حيث بلغت نسبتها ٨٠,٨٪ × ٦٣,٨٪ × ٥٢٪ للبنوك الثلاثة على التوالي .

بينما لم تحظ المضاربة والمشاركة إلا على نسبة ضئيلة من استثمارات هذه البنوك الثلاثة حيث بلغت نسبتهما ٣,٤٪ × ١٩,٩٪ × ٢,٤٪ للبنوك الثلاثة على التوالي .

وعلى عكس ذلك فإن بنك الشمال الإسلامي السوداني يضع المشاركة في قمة أولوياته الاستثمارية كعادة غالبية بنوك السودان حيث بلغت نسبتها ٦٣٪ بينما بلغت نسبة المرابحة ١٩,١٪ .

ولكن رغم ذلك تبقى المرابحة هي السمة السائدة في صيغ الاستثمار في البنوك الإسلامية ويوضح الجدول التالي رقم ( ٥ ) ترتيب صيغ الاستثمار من حيث أهميتها بالنسبة للبنوك الأربعة المذكورة مجتمعة :

**جدول رقم ( ٥ )**

**الترتيب النسبي لصيغ الاستثمار في عدد من البنوك الإسلامية**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** [1]

| المصرف | السنوات من : إلى | القطاع: المرابحة ٪ | المضاربة والمشاركة ٪ | أخرى ٪ | استصناع ٪ | إجمالي ٪ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| بنك دبي الإسلامي | ٨٨:١٩٩٥م | ٨٠,٨ | ٣,٤ | ٦,٦ | ٩,٢ | ١٠٠٪ |
| مصرف قطر الإسلامي | ٩٣:١٩٩٤م | ٦٣,٨ | ١٩,٩ | ١٣,٦ | ٢,٧ | ١٠٠٪ |
| بنك الشمال الإسلامي السوداني | ٩١:١٩٩٢م<br>٩٤:١٩٩٦م | ١٩,١ | ٦٣,٠ | ١٧,٩ | - | ١٠٠٪ |
| البنك الإسلامي الأردني | ٩٢:١٩٩٦م | ٥٢,٠ | ٢,٤ | ٤٥,٦ | - | ١٠٠٪ |
| المتوسط النسبي | | ٥٣,٩ | ٢٢,٢ | ٢٠,٩ | ٣,٠ | ١٠٠٪ |

(١) المصدر : التقارير السنوية لهذه المصارف ( سنوات مختلفة ) راجع الفصل الأول ، ص ٢٦-٢٧ .

من الجدول السابق يتبين أن المرابحة تأتي في الترتيب الأول بمتوسط نسبي ٥٣,٩٪ . يليها المضاربة والمشاركة بمتوسط نسبي ٢٢,٢٪ . ثم تأتي الصيغ الأخرى بعد ذلك بمتوسط نسبي ٢٠,٩٪ . وأخيرًا الاستصناع بمتوسط نسبي ٣٪ .

* * *

تتجه البنوك الإسلامية باستثماراتها إلى الداخل والخارج ولبيان الأهمية النسبية لنطاق الاستثمار محليًّا وخارجيًّا في البنوك الإسلامية نذكر فيما يلي بعض الأمثلة لهذه الاستثمارات في عدد من البنوك الإسلامية :

## أولًا : بنك فيصل الإسلامي المصري

جاء في التقرير السنوي لمجلس الإدارة عن عام ( ١٤١٧هـ ) تحت بند : « مشاركات ومضاربات ومرابحات تجارية وإنتاجية واستثمارات عقارية » ما يلي : -

**جدول رقم ( ٦ )**

**الأهمية النسبية للتوظيف المحلي والخارجي في بنك فيصل الإسلامي المصري عن عامي ١٤١٦هـ - ١٤١٧هـ [١]**

( القيمة بالمليون جنيه مصري )

| السنة | ١٤١٦هـ = ١٩٩٦م | | ١٤١٧هـ = ١٩٩٧م | | المتوسط النسبي |
|---|---|---|---|---|---|
| التوظيف | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | ٪ |
| محلي | ٣,٣٦٨ | ٥٩,٧ | ٣,٩٤٣ | ٦٧,٥ | ٦٣,٦ |
| خارجي [٢] | ٢,٢٧١ | ٤٠,٣ | ١,٩٠٢ | ٣٢,٥ | ٣٦,٤ |
| الإجمالي | ٥,٦٣٩ | ٪١٠٠ | ٥,٨٤٥ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من بيانات الجدول رقم ( ٦ ) يتبين أن التوظيف المحلي يستحوذ على النصيب الأكبر من استثمارات البنك فقد بلغت نسبته ٥٩,٧٪ × ٦٧,٥٪ عن عامي ١٤١٦ - ١٤١٧هـ على التوالي بمتوسط نسبي ٦٣,٦٪ وفى نفس الوقت يحظى التوظيف

(١) المصدر : تقرير مجلس إدارة بنك فيصل الإسلامي المصري عن السنة المالية ١٤١٧هـ/١٩٩٧م ص٢٣ .

(٢) يتضمن رصيد التوظيف الخارجي رصيد حساب العمليات التجارية مع بنك الاعتماد والتجارة الدولي الذي أصدرت المحكمة العليا البريطانية قرارًا بتصفيته في ١٤/١/١٩٩٢م وقد بلغ الرصيد ما يعادل ١١٥٠ مليون جنيه في عام ١٤١٦هـ × ٤,٨٧٣ مليون جنيه في عام ١٤١٧ هـ .. ( انظر التقرير السنوي لمجلس إدارة بنك فيصل الإسلامي المصري عام ١٤١٦هـ ص١٨ ، وعام ١٤١٧هـ ص٢٣ ) .

الخارجي على نسبة كبيرة إذا ما قورن بالتوظيف المحلي فقد بلغت نسبته ٤٠,٣٪ × ٣٢,٥٪ عن عامي ١٤١٦ × ١٤١٧هـ على التوالي بمتوسط نسبي ٣٦,٤٪ .

هذا وقد جاء في التقرير السنوي لمجلس الإدارة عن عام ١٤١٧هـ - أيضًا - تحت بند أرصدة جارية لدى البنوك ما يلي :

**جدول رقم ( ٧ )**

**الأهمية النسبية لأرصدة بنك فيصل الإسلامي المصري الجارية لدى البنوك**

**( متوسط الوزن النسبي لعامي ١٤١٦ = ١٤١٧هـ )** (١)

( القيمة بالمليون جنيه مصري )

| السنة | ١٤١٦هـ = ١٩٩٦م | | ١٤١٧هـ = ١٩٩٧م | | المتوسط النسبي |
|---|---|---|---|---|---|
| الأرصدة الجارية | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | ٪ |
| البنك المركزي المصري | ٣٣,٤ | ٥١,٩ | ٦٩,٨ | ٦١,٩ | ٥٦,٩ |
| بنوك محلية | ١٤,١ | ٢١,٩ | ١٩,٧ | ١٧,٥ | ١٩,٧ |
| بنوك خارجية | ١٦,٨ | ٢٦,٢ | ٢٣,٢ | ٢٠,٦ | ٢٣,٤ |
| الإجمالي | ٦٤,٣ | ٪١٠٠ | ١١٢,٧ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من بيانات الجدول السابق رقم ( ٧ ) يتضح أن البنك المركزي المصري يستحوذ على النصيب الأكبر من أرصدة البنك الجارية ، يليه البنوك الخارجية ، وتأتي أخيرًا البنوك المحلية ؛ وهذا يعكس مدى اهتمام البنك بتوجيه الأموال للخارج في نفس الوقت الذي يهتم فيه أيضًا بتوجيه الأموال للداخل .

(١) المصدر : تقرير مجلس إدارة بنك فيصل الإسلامي المصري عن السنة المالية ١٤١٧هـ/١٩٩٧م ص٢٢ .

## ثانيًا : بنك فيصل الإسلامي البحرين

جاء في التقارير السنوية لمصرف فيصل الإسلامي البحرين خلال الفترة من عام ١٩٨٩م إلى عام ١٩٩٣م تحت بند « استثمار إسلامي » ما يلي :

**جدول رقم ( ٨ )**

**الأهمية النسبية للاستثمار الإسلامي في مصرف فيصل الإسلامي البحرين**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** [١]

( القيمة بالمليون جنيه مصري )

| السنة | ١٩٩٨م | | ١٩٩٠م | | ١٩٩١م | | ١٩٩٢م | | ١٩٩٣م | | المتوسط النسبي٪ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمارات | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | |
| استثمارات وتمويلات صناديق المتاجرة | ٣,٩٠ | ٣٢,٠ | ١,٠٠ | ٧,١ | ١,٠٠ | ٣,٦٧ | - | - | - | - | ٨,٥ |
| استثمارات في السلع | ٠,٥٠ | ٤,١ | ٠,٤٠ | ٢,٨ | - | - | - | - | - | - | ١,٤ |
| إيداعات مع البنك المركزي الباكستاني | ٦,٣٠ | ٥١,٧ | ١٢,٠٠ | ٨٥,٠ | ٢٥,٥٠ | ٩٣,٧٢ | ٦,٩ | ٩٢,٠ | ١٧,٨ | ٩٣,٢ | ٨٣,١ |
| استثمارات إسلامية سائلة | ١,٤٠ | ١١,٥ | ٠,٧٠ | ٥,٠ | ٠,٧٠ | ٢,٥٧ | ٠,٦ | ٨,٠ | ١,٣ | ٦,٨ | ٦,٨ |
| استثمارات أخرى | ٠,٠٩ | ٠,٧ | ٠,٠٢ | ٠,١ | ٠,٠١ | ٠,٠٤ | - | - | - | - | ٠,٢ |
| الإجمالي | ١٢,١٩ | ٪١٠٠ | ١٤,١٢ | ٪١٠٠ | ٢٧,٢١ | ٪١٠٠ | ٧,٥ | ٪١٠٠ | ١٩,١ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من الجدول السابق رقم ( ٨ ) يتبين أن إيداعات بنك فيصل الإسلامي البحرين مع البنك المركزي الباكستاني استحوذت على أكبر نسبة من الاستثمارات الإسلامية خلال الأعوام الخمسة جميعًا من عام ١٩٨٩م إلى عام ١٩٩٣م بمتوسط قدره ٨٣,١٪ وهذا يعكس مدى أهمية الاستثمار من بالخارج في بنك فيصل الإسلامي البحرين .

---

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لبنك دبي الإسلامي ( سنوات مختلفة ) .

## ثالثًا : بنك دبي الإسلامي

جاء في التقارير السنوية لبنك دبي الإسلامي ما يلي :

**جدول رقم ( ٩ )**

**الأهمية النسبية للاستثمارات في بنك دبي الإسلامي**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** [١]

| السنة | ١٩٩١م | ١٩٩٢م | ١٩٩٣م | ١٩٩٤م | ١٩٩٥م | المتوسط النسبي٪ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمارات | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | |
| استثمارات مالية | ١ | ٦ | ٤ | - | - | ٢,٢ |
| مرابحات دولية | ٥٤ | ٤١ | ٣٥ | ٢٤ | ٤٠ | ٣٨,٨ |
| مرابحات سيارات وبضائع | ١٨ | ٢٠ | ٢٢ | ٢٦ | ٢٨ | ٢٢,٨ |
| استصناع ومرابحات المباني | ٢١ | ٢٤ | ٢٦ | ٣٥ | ١٦ | ٢٤,٤ |
| مشاركات ومضاربات أخرى | ٦ | ٩ | ١٣ | ١٥ | ١٦ | ١١,٨ |
| الإجمالي | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من الجدول السابق رقم ( ٩ ) يتضح أن المرابحات الدولية احتلت الأهمية الكبرى بالنسبة للاستثمارات في بنك دبي الإسلامي بنسبة ٣٨,٨٪ ؛ مما يعكس اتجاه البنك بالجزء الأكبر من استثماراته إلى الخارج .

---

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لبنك دبي الإسلامي ( سنوات مختلفة ) .

## رابعًا : البنك الإسلامي الأردني

جاء في التقارير السنوية للبنك الإسلامي الأردني تحت بند « نقد وأرصدة لدى البنوك » ما يلي :

### جدول رقم ( ١٠ )

### الأهمية النسبية للنقد والأرصدة لدى البنوك في البنك الإسلامي الأردني

### ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) (١)

( القيمة بالمليون دينار أردني )

| السنة | ١٩٩٠م | | ١٩٩١م | | ١٩٩٢م | | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | ١٩٩٦ م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| نقد وأرصدة لدى البنوك | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي ٪ |
| محلي | ٦٠,٣ | ٨٥,٠ | ١٠٣,١ | ٧٦,٣ | ١٠٨,٩ | ٦٧,٨ | ١٢,١ | ٢١,٦ | ١٣,٣ | ٣٣,٤ | ١٦,٠ | ٢٤,٩ | ١٣,٢ | ١٩,٤ | ٤٦,٩ |
| خارجي | ١٠,٦ | ١٥,٠ | ٣٢,١ | ٢٣,٧ | ٥١,٨ | ٣٢,٢ | ٤٤,٠ | ٧٨,٤ | ٢٦,٥ | ٦٦,٦ | ٤٨,٣ | ٧٥,١ | ٥٤,٩ | ٨٠,٦ | ٥٣,١ |
| الإجمالي | ٧٠,٩ | ٪١٠٠ | ١٣٥,٢ | ٪١٠٠ | ١٦٠,٧ | ٪١٠٠ | ٥٦,١ | ٪١٠٠ | ٣٩,٨ | ٪١٠٠ | ٦٤,٣ | ٪١٠٠ | ٦٨,١ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من بيانات الجدول السابق رقم ( ١٠ ) يتبين أن الجزء الأكبر من النقد بالبنك الإسلامي الأردني يتجه إلى البنوك الخارجية حيث بلغت نسبته لديها ٥٣,١٪ بينما بلغت نسبة النقد في البنوك المحلية ٤٦,٩ ٪ .

## خامسًا : بنك الشمال الإسلامي ( السودان )

جاء في التقارير السنوية لبنك الشمال السوداني بالسودان تحت بند « النقدية والبنوك » ما يلي :

### جدول رقم ( ١١ )

### الأهمية النسبية للنقدية والبنوك في بنك الشمال الإسلامي السوداني

### ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) (٢)

( القيمة بالمليون جنيه سوداني )

| السنة | ١٩٩٠م | | ١٩٩١م | | ١٩٩٢م | | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | ١٩٩٦ م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| نقد وأرصدة لدى البنوك | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي ٪ |
| محلي | ٨٠ | ٥٣ | ٣٢٥ | ٤٧,٩ | ٤٩٤٧ | ٦٦ | ٣٥٦٠ | ١٩,١ | ١٧٣٨ | ٣٠,٩ | ٤٠٥٦ | ٢٦,٤ | ٩٩٤٥ | ٥٢,٧ | ٤٢,٣ |
| خارجي | ٧١ | ٤٧ | ٣٥٤ | ٥٢,١ | ٢٥٤٣ | ٣٤ | ١٥٠٥٩ | ٨٠,٩ | ٣٨٨٥ | ٦٩,١ | ١١٣٣٢ | ٧٣,٦ | ٨٩٣٠ | ٤٧,٣ | ٥٧,٧ |
| الإجمالي | ١٥١ | ٪١٠٠ | ٦٧٩ | ٪١٠٠ | ٧٤٩٠ | ٪١٠٠ | ١٨٦١٩ | ٪١٠٠ | ٥٦٢٣ | ٪١٠٠ | ١٥٣٨٨ | ٪١٠٠ | ١٨٨٧٥ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

---

( ١ ) **المصدر** : لتقارير السنوية للبنك الإسلامي الأردني ( سنوات مختلفة ) .

( ٢ ) **المصدر** : التقارير السنوية لبنك الشمال الإسلامي ( سنوات مختلفة ) .

**ويمكن القول من خلال ما أتيح لنا من بيانات عن نطاق الاستثمار في البنوك الخمسة السالفة الذكر** : أن البنوك الإسلامية بقدر ما تسعى إلى الاستثمار محليًا ؛ فإنها تهتم اهتمامًا بالغًا بالاستثمار خارجيًا والذي لا يقل في حقيقته عن أهمية الاستثمار المحلي ؛ بل إنه فاق الاستثمار المحلي في بعض المصارف الإسلامية .

**ويرجع ذلك إلى** : طبيعة أموال المودعين في المصارف الإسلامية والتي تمثل في أغلبها أموالًا دولارية قصيرة الأجل .

ويحتج أصحاب القرار في المصارف الإسلامية بأنه : تحت ضغط السيولة لديهم وإبقائهم على أموال المودعين دولارية ليتمكنوا من ردها لأصحابها بنفس عملتها ، وعدم اكتمال الأدوات المصرفية والاستثمارية ، وضيق قنوات حركة المدخرات إلى الاستثمار في البلاد الإسلامية ، اتجهوا بهذه الأموال للاستثمار في الخارج .

وكانت النتيجة الطبيعية أن اتجهت هذه الأموال إلى أسواق المضاربات الساخنة على العملة ، وعلى السلع في الأسواق الخارجية ؛ مما عرض هذه الأموال لأكبر المخاطر ، فضلًا عن استنزاف المزيد من ثروات العالم الإسلامي الذي هو في أمس الحاجة لهذه الأموال ، في نفس الوقت الذي يعود هذا المال على الغرب بعائد مجز مع تشغيل عماله ونمو تكنولوجيته [١] .

* * *

(١) انظر : يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي مرجع سابق ص٢٠٧ د . سامي حمود ، صيغ التمويل الإسلامي : مزايا وعقبات كل صيغة ودورها في تمويل التنمية ، بحث مقدم إلى ندوة إسهام الفكر الإسلامي ، مركز صالح كامل ، جامعة الأزهر القاهرة ١٩٨٢م ص٢٣ .

البنوك الإسلامية وليدة الربع قرن الماضي ، وهى تسير في طريقها بخطوات طيبة ، ورغم ذلك فهناك العديد من المشكلات التي تعترض سبيلها لتحقيق أهدافها المرجوة .

ونحن في بحثنا هذا لن نتطرق لكل هذه المشكلات بقدر تطرقنا إلى المشكلات التي ترتبط بموضوع بحثنا والتي يمكن إجمالها في مشكلتين رئيسيتين :

**الأولى : التركيز على الاستثمار قصير الأجل في استخداماتها على حساب الاستثمار طويل الأجل .**

**الثانية : ضآلة الاستثمارات في الأوراق المالية .**

وسوف نتعرض إلى كل مشكلة من هاتين المشكلتين فيما يلي :

## أولًا : التركيز على الاستثمار قصير الأجل

تعتمد البنوك الإسلامية اعتمادًا رئيسيًا على الاستثمار قصير الأجل في توظيف ما لديها من أموال .

فمن خلال آخر بيانات مجمعة أتيحت لدينا وقت الدراسة ؛ والتي تتمثل في الميزانية المجمعة ، ونتائج الأعمال والمؤشرات المالية لعدد ٢٢ بنكًا ومؤسسة مالية أعضاء بالاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية عن سنة ( ١٤١٠هـ = ١٩٩٠م ) يوضح الجدول التالي رقم ( ١٢ ) الأهمية النسبية لأنواع التوظيف في هذه البنوك والمؤسسات المالية : -

## جدول رقم ( ١٢ )

## الأهمية النسبية لأنواع التوظيف في ٢٢ بنكًا ومؤسسة مالية أعضاء بالاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية عن عامي ١٤٠٩هـ و ١٤١٠هـ [١]

( القيمة بالمليون دولار أمريكي )

| السنة | ١٤٠٩/١٢/٣٠هـ | | ١٤١٠/١٢/٣٠هـ | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|
| نوع التوظيف | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي ٪ |
| قصير الأجل | ٧١٣٤,٢ | ٧٥,٦ | ٧١٥٥,٢ | ٧٥,٤ | ٧٥,٥ |
| إقراض اجتماعي وإنتاجي | ٣٢,٢ | ٠,٣ | ٣٣,١ | ٠,٣ | ٠,٣ |
| متاجرة واستثمارات في | ١٤٦٠,٩ | ١٥,٥ | ١٤٦٥,٦ | ١٥,٤ | ١٥,٥ |
| عقارات ( متوسط الأجل ) | ٥١٠,٨ | ٥,٤ | ٥٠٨,٧ | ٥,٤ | ٥,٤ |
| مساهمات في شركات | ١٢٩,٥ | ١,٤ | ١٣٧,٠ | ١,٤ | ١,٤ |
| وبنوك ( طويل الأجل ) | ١٦٦,٨ | ١,٨ | ١٩٦,٩ | ٢,١ | ١,٩ |
| الإجمالي | ٩٤٣٤,٤ | ٪١٠٠ | ٩٤٩٦,٥ | ٪٠١٠٠ | ٪٠١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ١٢ ) يتضح أن التوظيف قصير الأجل يستحوذ على الوزن النسبي الأكبر من استثمارات البنوك الإسلامية حيث بلغت نسبته ٧٥,٦ ٪ في عام ١٤٠٩هـ × ٧٥,٤٪ في عام ١٤١٠هـ ، بمتوسط نسبي ٧٥,٥٪ عن العامين ، وفى نفس الوقت لم يحظ الاستثمار متوسط وطويل الأجل بشيء يذكر ؛ فقد بلغت نسبتهما على التوالي ٥,٤٪ × ١,٨٪ في عام ١٤٠٩هـ ٥,٤٪ × ٢,١٪ في عام ١٤١٠هـ بمتوسط نسبى ٥,٤٪ × ١,٩٪ عن العامين .

ومن خلال دراسة ميزانيات بعض البنوك الإسلامية عن فترات لاحقة لعام ١٩٩٠م يمكن التعرف على أهمية الاستثمار قصير الأجل في هذه البنوك وذلك فيما يلي :

### ( ١ ) بنك التقوى

باستقراء أرصدة الاستثمار الواردة بتقارير مجلس إدارة بنك التقوى السنوية من عام ١٩٩٣ إلى عام ١٩٩٦م تبدو أهمية الاستثمار قصير الأجل من خلال الجدول التالي رقم ( ١٣ ) :

( ١ ) المصدر : الميزانية المجمعة ونتائج الأعمال والمؤشرات المالية للبنوك والمؤسسات المالية الأعضاء بالاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية عن عام ١٤١٠هـ/١٩٩٠م ، مطبوعات الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية ، رمضان ١٤١٢هـ / مارس ١٩٩٢م ص٢٢ .

**جدول رقم ( ١٣ )**

**الأهمية النسبية للاستثمار قصير الأجل في بنك التقوى**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** (١)

( القيمة بالمليون دولار أمريكي )

| السنة | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | ١٩٩٦م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمار | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي٪ |
| استثمارات في مضاربات قصيرة الأجل | ١٣٨,٧ | ٨٩,٠ | ١٥٦,٥ | ٨٩,١ | ١٧٥,٩ | ٨٩,٥ | ٢٠٨,٣ | ٩٢,٤ | ٩٠,٠ |
| استثمارات عقارية | ١٧,٢ | ١١,٠ | ١٩,٢ | ١٠,٩ | ٢٠,٧ | ١٠,٥ | ١٧,١ | ٧,٦ | ١٠,٠ |
| الإجمالي | ١٥٥,٩ | ٪١٠٠ | ٥٧١,٧ | ٪١٠٠ | ١٩٦,٦ | ٪١٠٠ | ٢٢٥,٤ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ١٣ ) يتبين أن الاستثمار قصير الأجل يستحوذ على ٩٠٪ من استثمارات بنك التقوى .

## ( ٢ ) مصرف فيصل الإسلامي البحرين

باستقراء أرصدة الاستثمار الواردة بالتقارير السنوية لمجلس إدارة بنك فيصل الإسلامي البحرين عن الفترة من عام ١٩٩١م إلى عام ١٩٩٤م تبدو أهمية الاستثمار قصير الأجل وذلك من خلال الجدول التالي رقم ( ٤١ ) :

**جدول رقم ( ١٤ )**

**الأهمية النسبية للاستثمار قصير الأجل في مصرف فيصل الإسلامي البحرين**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** (٢)

( القيمة بالمليون دولار أمريكي )

| السنة | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | ١٩٩٦م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمار | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي٪ |
| استثمارات قصيرة الأجل | ٥٤,٧ | ٤١,٣ | ٦٩,٩ | ٥٧,٠ | ٧٧,٤ | ٦٣,١ | ٩٤,٤ | ٥٣,٥ | ٥٣,٧ |
| استثمار إسلامي | ٢٧,٢ | ٢٠,٦ | ٧,٥ | ٦,١ | ١٩,١ | ١٥,٦ | ٢٩,١ | ١٦,٥ | ١٤,٧ |
| تحويلات إسلامية | ٤٤,٢ | ٣٣,٤ | ٣٧,٨ | ٣٠,٨ | ١٨,٣ | ١٤,٩ | ٤١,٥ | ٢٣,٥ | ٢٥,٧ |
| استثمار عقاري | ٠,٦ | ٠,٥ | ٠,٦ | ٠,٥ | ٠,٤ | ٠,٣ | – | – | ٠,٣ |
| استثمارات شركات زميلة ومساهمات في شركات مرتبطة | ٥,٦ | ٤,٢ | ٦,٨ | ٥,٦ | ٧,٥ | ٦,١ | ١١,٥ | ٦,٥ | ٥,٥ |
| الإجمالي | ١٣٢,٣ | ٪١٠٠ | ١٢٢,٦ | ٪١٠٠ | ١٢٢,٧ | ٪١٠٠ | ١٧٦,٥ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

---

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة بنك التقوى ( سنوات مختلفة ) .

( ٢ ) المصدر : التقارير السنوية لمصرف فيصل الإسلامي البحرين ( سنوات مختلفة ) .

من بيانات الجدول رقم ( ١٤ ) يتضح أن الاستثمار قصير الأجل يمثل غالبية الاستثمارات في مصرف فيصل الإسلامي البحرين بمتوسط نسبى ٥٣,٧٪ .

## ( ٣ ) البنك العربي الإسلامي

باستقراء التقارير السنوية للبنك العربي الإسلامي عن عامي ١٩٩٠م و ١٩٩١م تبدو أهمية الاستثمار قصير الأجل من خلال الجدول التالي رقم ( ١٥ ) :

**جدول رقم ( ١٥ )**

**الأهمية النسبية للاستثمار قصير الأجل في البنك العربي الإسلامي**

**( متوسط الوزن النسبي لعامي ١٩٩٠م ١٩٩١م )** [(١)]

( القيمة بالمليون دولار أمريكي )

| السنة | ١٩٩٠م | | ١٩٩١م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمار | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي٪ |
| استثمارات قصيرة الأجل | ٢١,٥ | ٨٤,١ | ٢٠,٨ | ٨٠,١ | ٨٢,١ |
| أوراق مالية إسلامية واستثمارات في شركات تابعة وزميلة | ٤,٠٧ | ١٥,٩ | ٢,٢٨ | ٨,٨ | ١٢,٤ |
| تمويلات إسلامية | – | – | ٢,٩ | ١١,١ | ٥,٥ |
| الإجمالي | ٢٥,٥٧ | ٪١٠٠ | ٢٥,٩٨ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ١٥ ) يتبين أن الاستثمار قصير الأجل يستحوذ على النصيب الأكبر من استثمارات البنك العربي الإسلامي بمتوسط نسبي ٨٢,١٪ .

## ( ٤ ) بنك فيصل الإسلامي المصري

باستقراء التوظيف في بنك فيصل الإسلامي المصري خلال عشر سنوات من عام ١٤٠٢هـ/١٩٨٢م إلى عام ١٤١١هـ/١٩٩١م ، تبدو أهمية الاستثمار قصير الأجل خلال الجدول رقم ( ١٦ ) التالي :

---

(١) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة البنك العربي الإسلامي ( عامي ١٩٩٠م ، ١٩٩١م ) .

## جدول رقم ( ١٦ )

## الأهمية النسبية للاستثمار قصير الأجل في بنك فيصل الإسلامي المصري

## ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) (١)

| السنة | ١٩٨٢م | ١٩٨٣م | ١٩٨٤م | ١٩٨٥م | ١٩٨٦م | ١٩٨٧م | ١٩٨٨م | ١٩٨٩م | ١٩٩٠م | ١٩٩١م | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| التوظيف | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | ٪ | النسبي٪ |
| نسبة التوظيف قصير ومتوسط الأجل إلى إجمالي التوظيف | ٩٨,٥ | ٩٨,٤ | ٩٧,٧ | ٩٧,٧ | ٩٧,٠ | ٩٦,٩ | ٩٤,٤ | ٩٤,١ | ٩٤,٠ | ٩٤,٣ | ٩٦,٣ |
| نسبة التوظيف طويل الأجل إلى إجمالي التوظيف | ١,٥ | ١,٦ | ٢,٣ | ٢,٣ | ٣,٠ | ٣,١ | ٥,٦ | ٥,٩ | ٦,٠ | ٥,٧ | ٣,٧ |
| الإجمالي | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ١٦ ) يتضح أن الاستثمار قصير ومتوسط الأجل يستحوذان على غالبية الاستثمارات في بنك فيصل الإسلامي المصري بمتوسط نسبى ٩٦,٣٪ وفي نفس الوقت لم يحظ الاستثمار طويل الأجل بشيء يذكر حيث بلغ متوسطه النسبي ٣,٧٪ .

هذا ويمكن إجمالًا بيان الأهمية النسبية للاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية سالفة الذكر من خلال الجدول التالي رقم ( ١٧ ) :

## جدول رقم ( ١٧ )

## الأهمية النسبية للاستثمار قصير الأجل في عدد من البنوك الإسلامية

## ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) (٢)

| البنـــك | السنوات من : إلى | المتوسط النسبي قصير الأجل إلى إجمالي الاستثمارات ٪ |
|---|---|---|
| بنك التقوى | ١٩٩٦:٩٣م | ٩٠,٠ |
| مصرف فيصل الإسلامي البحرين | ١٩٩٤:٩١م | ٥٣,٧ |
| البنك العربي الإسلامي | ١٩٩١:٩٠م | ٨٢,١ |
| بنك فيصل الإسلامي المصري (٣) | ١٩٩١:٨٢م | ٩٦,٣ |
| المتوسط النسبي العام | | ٪٨٠,٥ |

(١) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة بنك فيصل الإسلامي المصري ( سنوات مختلفة ) د . الغريب ناصر وآخرون ، مؤشرات المصارف الإسلامية دراسة وصفية وكمية لثلاثة وخمسين مصرفًا إسلاميًا ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي القاهرة ، المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية ، القاهرة ١٤١٣هـ ١٩٩٣م ص٢١ .

(٢) المصدر : التقارير السنوية لهذه المصارف ( سنوات مختلفة ) .

(٣) يتضمن المتوسط النسبي للاستثمار قصير ومتوسط الأجل .

من خلال بيانات الجدول رقم ( ١٧ ) يتضح أن الاستثمار قصير الأجل يستحوذ على نصيب الأسد من استثمارات البنوك الإسلامية الأربعة بمتوسط نسبي ٨٠,٥٪ ، بينما لم يحظ الاستثمار طويل الأجل بأي أهمية تذكر ؛ حيث لم ينل مكانته بعد في البنوك الإسلامية بصفة عامة ؛ ويرجع ذلك إلى طبيعة مدخلات هذه البنوك والتي غالبًا ما تكون إيداعات ادخارية واستثمارية قصيرة الأجل يحق للمودع أن يسحبها وقتما شاء، مما أوقعها في أزمة عدم المواءمة بين هذه المدخلات القصيرة الأجل وأهدافها الاستثمارية طويلة الأجل ، مما حدا بها إلى التحول في توظيفها لأموالها من الأسلوب الاستثماري طويل الأجل إلى الأسلوب التجاري قصير الأجل .

## ثانيًا : ضآلة الاستثمار في الأوراق المالية

إن المتتبع لاستثمارات البنوك الإسلامية في الأوراق المالية يجد أنها لا تكاد تذكر .

فمن خلال الميزانية المجمعة ونتائج الأعمال والمؤشرات المالية لعدد ٢٢ بنكًا ومؤسسة مالية أعضاء بالاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية يتضح أن مساهماتها في الأوراق المالية للشركات والبنوك بلغ متوسطها النسبي فقط ١,٤٪ عن عامي ١٤٠٩هـ و ١٤١٠هـ [1] .

ومن خلال دراسة ميزانيات عدد من البنوك الإسلامية عن فترات لاحقة لعام ١٤١٠هـ/١٩٩٠م يتبين أن الاستثمار في الأوراق المالية لم يأخذ مكانته بعد في هذه البنوك ومثال ذلك ما يلي : -

### ( ١ ) بنك فيصل الإسلامي المصري

باستقراء ميزانيات بنك فيصل الإسلامي المصري عن الفترة من عام ١٩٩٣ إلى ١٩٩٧م تتضح مكانة الاستثمار في الأوراق المالية من خلال الجدول التالي رقم ( ١٨ ) : -

---

( ١ ) راجع الفصل الأول ص٤١ - ٤٢ .

# جدول رقم ( ١٨ )

## الأهمية النسبية للاستثمار في الأوراق المالية في بنك فيصل الإسلامي المصري

## ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) (١)

( القيمة بالمليون جنيه مصري )

| السنة | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | ١٩٩٦م | | ١٩٩٧م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمارات | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي٪ |
| مشاركات ومضاربات ومرابحات تجارية وإنتاجية واستثمارات عـــقــــارية | ٣٩٣٦ | ٩٦,٩ | ٤١٤٥ | ٩٦,٦ | ٤٦٩٩ | ٩٦,٨ | ٥١١١ | ٩٦,٩ | ٥٤٢١ | ٩٦,٤ | ٩٦,٧ |
| مساهمات في بنوك وشركات تابعة وذات مصلحة مشتركة | ١٢٥ | ٣,١ | ١٤٥ | ٣,٤ | ١٥٤ | ٣,٢ | ١٦٣ | ٣,١ | ٢٠٥ | ٣,٦ | ٣,٣ |
| الإجـمالي | ٤٠٦١ | ٪١٠٠ | ٤٢٩٠ | ٪١٠٠ | ٤٨٥٣ | ٪١٠٠ | ٥٢٧٤ | ٪١٠٠ | ٥٦٢٦ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ١٨ ) يتبين أن الاستثمارات في الأوراق المالية والمتمثلة في مساهمات بنك فيصل الإسلامي المصري في بنوك وشركات تابعة وذات مصلحة مشتركة لم تزد على ٣,٣٪ وهى نسبة لا تمثل شيئًا يذكر بالنسبة لاستثماراته في المشاركات والمضاربات والمرابحات التجارية والإنتاجية والاستثمارات العقارية والتي بلغت نسبتها ٩٦,٧٪ .

## ( ٢ ) المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية

باستقراء ميزانيات المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية عن الفترة من عام ١٩٩١م إلى عام ١٩٩٥م ، تتضح الأهمية النسبية لاستثماراته في الأوراق المالية من خلال الجدول التالي رقم ( ١٩ ) :

---

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة بنك فيصل الإسلامي المصري ( سنوات مختلفة ) .

## جدول رقم ( ١٩ )

## الأهمية النسبية للاستثمار في الأوراق المالية في المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) [١]

( القيمة بالمليون جنيه مصري )

| السنة | ١٩٩١م | | ١٩٩٢م | | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمارات | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي٪ |
| مشاركات ومرابحات ومضاربات واستثمار والمساهمات المتناقصة وتمويل رأس المال العامل | ٥٩٤,٢ | ٩٨,١ | ٦٣٢,٦ | ٩٨,٢ | ٩١١,٨ | ٩٨,٧ | ١٠٨٠,٦ | ٩٨,٩ | ١٦٨٦,٣ | ٩٨,٩ | ٩٨,٦ |
| استثمارات في أوراق مالية مساهمات في شركات تابعة وذات مصلحة مشتركة | ١١,٧ | ١,٩ | ١١,٧ | ١,٨ | ١١,٧ | ١,٣ | ١٢,٢ | ١,١ | ١٨,٩ | ١,١ | ١,٤ |
| الإجمالـــــي | ٦٠٥,٩ | ٪١٠٠ | ٦٤٤,٣ | ٪١٠٠ | ٩٢٣,٥ | ٪١٠٠ | ١٠٩٢,٨ | ٪١٠٠ | ١٧٠٥,٢ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من بيانات الجدول رقم ( ١٩ ) يتضح أن الاستثمارات في الأوراق المالية لم تتعد نسبتها ١,٤٪ وهى نسبة هامشية وضعيفة بالنسبة للاستثمارات الأخرى والتي بلغت نسبتها ٩٨,٦٪ .

## ( ٣ ) بنك التمويل المصري السعودي

باستقراء ميزانيات بنك التمويل المصري السعودي عن الفترة من عام ١٩٩٠م إلى عام ١٩٩٦م تتضح الأهمية النسبية لاستثمارات البنك في الأوراق المالية من خلال الجدول التالي رقم ( ٢٠ ) :

---

(١) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية ( سنوات مختلفة ) .

## جدول رقم ( ٢٠ )

## الأهمية النسببية للاستثمار في الأوراق المالية في بنك التمويل المصري السعودي

## ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )[١]

( القيمة بالمليون جنيه مصري )

| السنة / الاستثمارات | | المرابحات والمشاركات وعمليات الاستثمار | قروض وسلفيات | استثمارات في أوراق مالية ومساهمات في رؤوس أموال الشركات | الإجمالي |
|---|---|---|---|---|---|
| ١٩٩٠م | قيمة | ٤٤,٤ | ٩٩,٧ | -- | ١٤٤,١ |
| | ٪ | ٣٠,٨ | ٦٩,٢ | -- | ٪١٠٠ |
| ١٩٩١ | قيمة | ١٦٤,٤ | ٦٥,٥ | -- | ٢٢٩,٩ |
| | ٪ | ٧١,٥ | ٢٨,٥ | -- | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٢ | قيمة | ٧٧,٧ | ٥٥,٣ | ٩,٣ | ١٤٢,٣ |
| | ٪ | ٥٤,٦ | ٣٨,٩ | ٦,٥ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٣ | قيمة | ٢١٢,٢ | ٢٩,٩ | ١٠٥,٣ | ٣٧٤,٤ |
| | ٪ | ٦١,١ | ٨,٦ | ٣٠,٣ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٤ | قيمة | ٣٠١ | ٢٨,٧ | ٣٧,٢ | ٣٦٦,٩ |
| | ٪ | ٨٢ | ٧,٨ | ١٠,٢ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٥ | قيمة | ٤٩٢,٢ | ٢٨,- | ٩١,١ | ٦١١,٣ |
| | ٪ | ٨٠,٥ | ٤,٦ | ١٤,٩ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٦ | قيمة | ٧٤٦,٤ | ٢٢,- | ١٤٧,- | ٩١٥,٤ |
| | ٪ | ٨١,٥ | ٢,٤ | ١٦,١ | ٪١٠٠ |
| المتوسط النسبي | | ٦٦,٠ | ٢٢,٩ | ١١,١ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ٢٠ ) يتضح أن استثمارات بنك التمويل المصري السعودي في الأوراق المالية بلغ متوسطها النسبي ١١,١٪ وهى نسبة ضئيلة إذا ما قورنت باستثمارات البنك الأخرى .

## ٤ - البنك الإسلامي الأردني

باستقراء ميزانيات البنك الإسلامي الأردني عن الفترة من عام ١٩٩٢م إلى عام ١٩٩٦م تبدو الأهمية النسبية لاستثمارات البنك في الأوراق المالية من خلال الجدول التالي رقم ( ٢١ ) :

**جدول رقم ( ٢١ )**

**الأهمية النسبية للاستثمار في الأوراق المالية في البنك الإسلامي الأردني**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** [1]

( القيمة بالألف دينار أردني )

| السنة | الاستثمارات | التمويل والاستثمار بالمضاربة والمشاركة والمرابحة واستثمارات أخرى | أوراق مالية ( استثمارات البنك في مؤسسات مالية ) | مشاريع وتمويل الاستثمار المخصص | الإجمالي |
|---|---|---|---|---|---|
| ١٩٩٢م | قيمة | ٢٤٣١٧٠ | ١٩١ | ١٥٩٨٣ | ٢٥٩٣٤٤ |
| | ٪ | ٩٣,٧٧ | ٠,٠٧ | ٦,١٦ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٣ | قيمة | ٣٠٦٦٣٩ | ٢٠٣ | ٢١١٥١ | ٣٢٧٩٩٣ |
| | ٪ | ٩٣,٤٩ | ٠,٠٦ | ٦,٤٥ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٤ | قيمة | ٣٥٦١٠٥ | ٢٠٣ | ١٤٦٠٥ | ٣٧٠٩١٣ |
| | ٪ | ٩٦,٠١ | ٠,٠٥ | ٣,٩٤ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٥ | قيمة | ٤١٨١٥٤ | ٢٤٨ | ١٣١٤٨ | ٤٣١٥٥٠ |
| | ٪ | ٩٦,٨٩ | ٠,٠٦ | ٣,٠٥ | ٪١٠٠ |
| ١٩٩٦ | قيمة | ٤٤٢٠٨٤ | ٢٤٨ | ١٥٨٦١ | ٤٥٨١٩٣ |
| | ٪ | ٩٦,٤٩ | ٠,٠٥ | ٣,٤٦ | ٪١٠٠ |
| المتوسط النسبي | | ٩٥,٣٣ | ٠,٠٦ | ٤,٦١ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ٢١ ) يتبين أن استثمارات البنك الإسلامي الأردني في الأوراق المالية لا تكاد تذكر مطلقًا حيث بلغ متوسطها النسبي ٠,٠٦ ٪ .

---

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة البنك الإسلامي الأردني ( سنوات مختلفة ) .

## ( ٥ ) بيت التمويل الكويتي

باستقراء ميزانيات بيت التمويل الكويتي عن الفترة من عام ١٩٩٢م إلى عام ١٩٩٦م تبدو أهمية استثمارات البنك في الأوراق المالية من خلال الجدول التالي رقم ( ٢٢ ) : -

**جدول رقم ( ٢٢ )**

**الأهمية النسبية للاستثمار في الأوراق المالية في بيت التمويل الكويتي**

**( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات )** [١]

( القيمة بالمليون دينار كويتي )

| السنة | ١٩٩٢م | | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | ١٩٩٦م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمارات | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي٪ |
| استثمارات في عقارات | ٤٨,٥ | ٧٩,١ | ٤٧,٩ | ٧٧,٣ | ٨٠,٢ | ٧٩,٧ | ٦٠٨,٧ | ٤٨,١ | ١١٨,٩ | ٧٩,١ | ٨٠,٠ |
| استثمارات في أوراق مالية وشركات تابعة وشقيقة | ١٢,٨ | ٢٠,٩ | ١٤,١ | ٢٢,٧ | ٢٠,٤ | ٢٠,٣ | ٢٨,٩ | ١٥,٢ | ٣١,٤ | ٢٠,٩ | ٢٠,٠ |
| الإجمالي | ٦١,٣ | ٪١٠٠ | ٦٢,٠ | ٪١٠٠ | ١٠٠,٦ | ٪١٠٠ | ١٨٩,٦ | ٪١٠٠ | ١٥٠,٣ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ٢٢ ) يتبين أن استثمارات بيت التمويل الكويتي في الأوراق المالية لم يتعد متوسطها النسبي ٢٠٪ في نفس الوقت الذي بلغ قيمة المتوسط النسبي للاستثمارات في العقارات ٨٠٪ .

## ( ٦ ) بنك دبي الإسلامي

باستقراء ميزانيات بنك دبي الإسلامي عن الفترة من عام ١٩٩١م إلى عام ١٩٩٥م تبدو الأهمية النسبية لاستثمارات البنك في الأوراق المالية من خلال الجدول التالي رقم ( ٢٣ ) : -

---

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة بيت التمويل الكويتي ( سنوات مختلفة ) .

### جدول رقم ( ٢٣ )

### الأهمية النسبية للاستثمار في الأوراق المالية في بنك دبي الإسلامي

### ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) [(١)]

( القيمة بالمليون درهم إماراتي )

| السنة | ١٩٩١م | | ١٩٩٢م | | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | المتوسط |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاستثمارات | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | النسبي٪ |
| عقود المرابحة والمشاركة والمضاربة | ٣٤١٤ | ٩٤,٧ | ٣٤٣٣ | ٩٢,٨ | ٤٥٢٣ | ٩٣,٧ | ٥٠١٧ | ٩٣,٤ | ٥٨٠٢ | ٩٢,٠ | ٩٣,٣ |
| استثمارات عقارية | ١١٣ | ٣,١ | ١٧٠ | ٤,٦ | ٢٠٣ | ٤,٢ | ٢٣٦ | ٤,٤ | ٣٠٦ | ٤,٨ | ٤,٢ |
| استثمارات في شركات تابعة وشقيقة ومساهمات أخرى | ٨٠ | ٢,٢ | ٩٥ | ٢,٦ | ٩٩ | ٢,١ | ١١٧ | ٢,٢ | ٢٠١ | ٣,٢ | ٢,٥ |
| الإجمالي | ٣٦٠٧ | ٪١٠٠ | ٣٦٩٨ | ٪١٠٠ | ٤٨٢٥ | ٪١٠٠ | ٥٣٧٠ | ٪١٠٠ | ٦٣٠٩ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ٢٣ ) يتضح أن استثمارات بنك دبي الإسلامي في الأوراق المالية لم يتعد متوسطها النسبي ٢,٥٪ وهى نسبة هامشية وضعيفة بالنسبة لاستثمارات البنك الأخرى .

## ( ٧ ) بنك فيصل الإسلامي البحرين

من خلال بيانات الجدول رقم ( ١٤ ) يتبين أن استثمارات بنك فيصل الإسلامي البحرين في الأوراق المالية لم يتعد متوسطها النسبي ٥,٦٪ وهى نسبة لا تكاد تذكر [(٢)] .

هذا ويمكن إجمالاً بيان الأهمية النسبية للاستثمار في الأوراق المالية للبنوك الإسلامية السالفة الذكر من خلال الجدول التالي رقم ( ٢٤ ) :

---

( ١ ) المصدر : التقارير السنوية لمجلس إدارة بنك دبي الإسلامي ( سنوات مختلفة ) .

( ٢ ) راجع الفصل الأول .

## جدول رقم ( ٢٤ )

### الأهمية النسبية للاستثمار في الأوراق المالية لعدد من البنوك الإسلامية

### ( متوسط الوزن النسبي لعدد من السنوات ) (١)

| المصرف | السنوات من : إلى | المتوسط النسبي في الأوراق المالية إجمالي الاستثمارات ٪ |
|---|---|---|
| بنك فيصل الإسلامي المصري | ١٩٩٣ : ١٩٩٧م | ٣,٣٠ |
| المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية | ١٩٩١ : ١٩٩٥م | ١,٤٠ |
| بنك التمويل المصري السعودي | ١٩٩٠ : ١٩٩٦م | ١١,١٠ |
| البنك الإسلامي الأردني | ١٩٩٢ : ١٩٩٦م | ٠,٠٦ |
| بيت التمويل الكويتي | ١٩٩٢ : ١٩٩٦م | ٢٠,٠ |
| بنك دبي الإسلامي | ١٩٩١ : ١٩٩٥م | ٢,٥٠ |
| بنك فيصل الإسلامي البحرين | ١٩٩١ : ١٩٩٤م | ٥,٦٠ |
| المتوسط النسبي العام | | ٪٦,٤ |

من خلال بيانات الجدول رقم ( ٢٤ ) يبدو بوضوح مدى هامشية استثمارات البنوك الإسلامية في الأوراق المالية حيث بلغ متوسطها النسبي في السبعة بنوك المذكورة ٦,٤٪ .

وهكذا يتبين في نهاية المطاف من خلال ما عرضناه أن البنوك الإسلامية تعترض مسيرتها مشكلتان رئيسيتان :

**أولاهما** : تركيزها على الاستثمار قصير الأجل .

**وثانيتهما** : ضآلة استثماراتها في الأوراق المالية .

ولابد لهذه البنوك من مخرج وبخاصة وأنها كسبت قطاعًا ماليًا عريضًا من أموال المسلمين . ولن يتأتي لها ذلك إلا من خلال خروجها من أزمة جمود أوعيتها الادخارية وتركيزها في استثماراتها على الاستثمار قصير الأجل والاستثمار بالخارج وكذلك عزوفها عن الاستثمار في الأوراق المالية إلى طريق أكثر تطورًا يلمس حاجات أساسية ملحة للعملاء ويستوعب ظاهرة التمويل قصير الأجل ويلبي حاجة الداخل قبل الاتجاه إلى الخارج .

ويمكن للبنوك الإسلامية تحقيق ذلك عن طريق إنشاء صناديق استثمار تتعامل في

---

( ١ ) **المصدر** : التقارير السنوية لهذه البنوك ( سنوات مختلفة ) .

الأوراق المالية لآجال قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل فتستجيب بذلك لحاجات المدخرين ما بين استثمار قصير الأجل في صكوك واستثمار طويل الأجل في أسهم .

وفي الوقت نفسه تعتبر هذه الصناديق موردًا رئيسيًا لتوفير السيولة وتأمينها للمصارف الإسلامية مما يحول بينها وبين مشكلة عدم المواءمة بين مدخلاتها قصيرة الأجل وأهدافها الاستثمارية طويلة الأجل .

* * *

# صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية
## بين النظرية والتطبيق




## مدخل عام لصناديق الاستثمار

( ويضم تمهيدًا ، وثلاثة مباحث )

**تمهيد**

**المبحث الأول : مفهوم وتطور صناديق الاستثمار .**

**المبحث الثاني : أهداف ومزايا صناديق الاستثمار .**

**المبحث الثالث : أنواع صناديق الاستثمار .**

* * *




## تمهيد

يعتبر الاستثمار في القيم المنقولة من وسائل الاستثمار التي تستحوذ على اهتمامات المدخرين ؛ لتميزها بانخفاض القيمة الاسمية للصكوك ومرونة التعامل عليها من خلال سوق الأوراق المالية وتحقيق العائد مع النماء ؛ فضلًا عن تحقيق الأمن من خلال توزيع مخاطرها بتنويع استثماراتها .

ونظرًا لأن توزيع المخاطر في القيم المنقولة يحتاج لرأس مال ضخم ، فضلًا عن الكثير من الوقت والجهد والنفقات من أجل الاستثمار في مجالات اقتصادية وجغرافية مختلفة، بالإضافة إلى متابعة التغيرات التي تلحق بمحفظة الأوراق المالية ، وإعادة موازنتها وهو ما لا يتوافر للمدخرين العاديين الذين يمثلون الشريحة الكبرى للمدخرين ؛ وإن كان يتوافر لكبار المدخرين أو بالأحرى للرأسماليين الذين لا يمثلون سوى نسبة قليلة من المدخرين .

لذا فقد ظهرت الحاجة لصناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي والتي من خلالها يتمكن عدد من المدخرين بتجميع مواردهم وإدارتها من خلال مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنهم تحقيقها منفردين .

وبذلك أصبحت صناديق الاستثمار هي وسيلة المدخر العادي الذي لا يتوافر لديه المهارة والوقت والمعلومات لاختيار الأوراق المالية للحصول على ما يمكن من دخل بأقل ما يمكن من مخاطرة .

فهذه الصناديق يتم من خلالها انتخاب الصكوك التي تتكون منها حافظتها فضلًا عن تحديد المخاطر وتوزيعها توزيعًا قانونيًا واقتصاديًا وجغرافيًا فإذا كانت الحكمة توجب على كل شخص ألا يضع جميع البيض في سلة واحدة ؛ فإن صناديق الاستثمار تحقق هذه الحكمة بإعجاز ؛ لأنها تسمح للشخص الذي لا يملك سوى بيضة واحدة بأن يضعها في عديد من السلال معًا (١) .

---

( ١ ) L. Servien: societes d'Investissement ou fond de placement: Nouvelle for-mule de l'Epargne, lausanne, 1969. P62.

وفي مصر ظهرت صناديق الاستثمار من خلال صدور قانون رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية ، وفي هذا الفصل سوف نتعرض لصناديق الاستثمار من خلال عدة مباحث تتمثل فيما يلي :

**المبحث الأول : مفهوم وتطور صناديق الاستثمار .**

**المبحث الثاني : أهداف ومزايا صناديق الاستثمار .**

**المبحث الثالث : أنواع صناديق الاستثمار .**

* * *

## المبحث الأول مفهوم وتطور صناديق الاستثمار

### مفهوم صناديق الاستثمار

يمثل تنظيم الاستثمار الجماعي في القيم المنقولة تنظيمًا ماليًا غرضه الوحيد – أو الأساسي – هو تكوين وإدارة حافظة قيم منقولة لحساب الشركاء أو مقدمي الأموال بتطبيق مبادئ تقسيم المخاطرة وتحديدها ، والابتعاد إلى أقصى حد عن جميع العمليات المطبوعة بطابع المضاربة أو بطابع الغرر (١) .

ويمكن تعريف صناديق الاستثمار بأنها : مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين ، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة ؛ بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين ، وللاقتصاد القومي ككل .

**وبناء على ذلك : لا يمكن النظر لصندوق الاستثمار على أنه صندوق استثمار بالفعل ما لم تتوافر معه الشروط الآتية** (٢) :

١ – سبب من أجله أنشئ الصندوق – أو بمعنى آخر : الغرض الذي أنشئ الصندوق من أجله .

٢ – مجموعة متنوعة – أو تشكيلة – من الأسهم أو السندات أو غيرها من أنواع الأوراق المالية يستثمر الصندوق أمواله فيها أو بمعنى آخر : تنويع الصندوق لاستثماراته .

٣ – مدير أو فريق لإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق على أن تكون إدارة محترفة .

٤ – طريقة تمكن كل مستثمر من معرفة قيمة استثماراته – أو بمعنى آخر : التقييم اليومي للأسهم الداخلة في نطاق الصندوق .

٥ – طريقة تمكن المستثمرين من وضع أيديهم على حصة من الأموال المستثمرة ، وهذا يعنى القدرة على شراء وبيع أسهم الصندوق يوميًا .

---

(١) انظر : د . حسني المصري شركات الاستثمار دار النهضة العربية القاهرة١٩٨١م ص١٦ .

(٢) Dian Fujovich, straight talk about Mutual Funds, Mackgraw - Hill, Inc. New York, 1991, P. 13 .

## التطور التاريخي لصناديق الاستثمار

تعتبر فكرة صناديق الاستثمار فكرة قديمة جدًّا مرت بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى ما وصلت إليه الآن ، فكما ذكرت كتب التاريخ فإن المصريين القدماء والفينيقيين اعتادوا بيع أجزاء من مراكبهم وعرباتهم حتى يقللوا المخاطر على المالكين الأفراد (١) .

وفي العصور الحديثة ظهرت صناديق الاستثمار وتطورت مما مكنها من الاستحواذ على نسبة كبيرة من مدخرات المستثمرين .

وسوف نتعرض فيما يلي لهذه الصناديق من حيث نشأتها وتطورها عالميًا وعربيًا وإسلاميًا (٢) .

## أولًا : نشأة وتطور صناديق الاستثمار عالميًا

إذا كان الملك « وليام » ملك هولندا هو أول من نسب إليه فكرة الاستثمار الجماعي عام ( ١٨٢٢م ) (٣) . فإن بريطانيا تعتبر المعبر الرئيسي لظهور صناديق الاستثمار ؛ حيث يرجع الفضل إلى الأسكتلنديين في ابتكار الصناديق المغلقة Closed - end أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام ( ١٨٧٠م ) .

فإنجلترا هي أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات ، وقد اعتمدت في هذا المجال على نظام الترست TheTrust ذلك النظام الأصيل المعروف من قديم في القانون الإنجليزي ، ويتمثل جوهر هذا النظام في التزام شخص يسمى الأمين Trustee يتلقى بعض أموال الغير بغرض إدارتها لحسابهم ويسمون المنتفعون Cetuis que Trust (٤) .

(١) د . فخر الدين على الفقي وآخرون ، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار وكالة الأنباء الكويتية ( كونا ) القسم الاقتصادي ١٩٩٦م ص١٣ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١١٩ - ١٢٠ د . حسني المصري شركات الاستثمار ص٤٩ - ٩٩ ، أيضًا د . حسن المصري ، فكرة الترست وعقد الاستثمار المشترك في القيم المنقولة ، بدون ناشر ، الطبعة الأولى ١٩٨٥م ص٢١ - ١٧٢ ، د .محمد سويلم ، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية ، بدون ناشر بدون تاريخ نشر ص٢٢٧ د . نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار الجزء الثاني صناديق الاستثمار ، كتاب الأهرام الاقتصادي العدد ٧٦ يونيه ١٩٩٤م ص٣ - ٧ .

(٣) Dian Fujovich, Op, Cit, P. 6.

(٤) J. Senn: Les Societes d'investissement en droit Francais et Compare', These Nancy, L. G. D. J, paris, 1957, PP 228-229.

وقد عبرت فكرة صناديق الاستثمار إلى الولايات المتحدة الأمريكية وأخذت سبيلها إلى التجديد والتطوير بابتكار الأمريكان لصناديق استثمار الهيكل المفتوح لرأس المال Open-end والتي تعتمد على إصدار أسهم جديدة بطريقة متواصلة ، وإعادة شراء الأسهم القديمة دون المرور ببورصة الأوراق المالية ، والتي تعد البداية الحقيقية للصناديق بمفاهيمها الحالية .

ففي عام ( ١٩٢٤م ) تم إنشاء أول صندوق استثمار في بوسطن وحمل اسم : Masashotes Investment Trust وعمل كأداة استثمارية لأساتذة جامعة هارفارد بأصول لم تتجاوز ( ٣٩٢ ) ألف دولار يملكها ( ٢٠٠ ) مساهم في ذلك الوقت (١) .

وفي أزمة الكساد العالمي عام ( ١٩٢٩م ) بلغ عدد صناديق الاستثمار الأمريكية المفتوحة ( ١٩ ) صندوقًا بإجمالي أصول أقل من ( ٢٠٠ ) مليون دولار (٢) .

وقد تمكنت الصناديق المفتوحة من النجاة من انهيار أسواق المال عام ١٩٢٩م بينما لم تصمد الصناديق المغلقة ؛ بسبب اتجاهها إلى عمليات المضاربة رغم ضعف خبرتها وسوء إدارتها ، في نفس الوقت التي كانت أسواق الأسهم الأمريكية تعاني فيه من مشاكل متعددة .

وقد شهدت الولايات المتحدة عام ( ١٩٤٠م ) ميلاد قانون شركات الاستثمار The In-vestment Company Act الذي عمل على تنظيم شركات الاستثمار من حيث تكوينها وإنشائها وإدارتها مما فتح المجال أمام صناديق الاستثمار المفتوحة لتأخذ مكانتها في الولايات المتحدة تحت اسم الصناديق المشتركة أو صناديق الاستثمار Mutual Funds .

وقد بلغ عدد الصناديق الأمريكية عام ( ١٩٤٠م ) ( ٨٠ ) صندوقًا بإجمالي أصول قدرها ( ٥٠٠ ) مليون دولار (٣) .

وفي أعقاب الحرب العالية الثانية ازدهرت صناديق الاستثمار بشكل كبير في الولايات المتحدة حيث بلغ عددها في يونيو ( ١٩٤٧م ) ( ٣٥٢ ) صندوقًا ، صافي أصولها ( ٤ ) مليار دولار (٤) .

---

( ١ ) بلغت أصول الصندوق عام ١٩٩٥م ما يجاوز الملياري دولار ، وفي نفس الوقت بلغت أصوله المدارة عشرة مليارات دولار . ( انظر : فخر الدين الفقي وآخرون دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١٣ ) .

( ٢ ) Dian Fujovich, Loc . Cit .

( ٣ ) Ibid, . p . 6 .

( ٤ ) د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٤٦ .

وقد تطور هذا العدد على مدار الأعوام حتى بلغ في يونيو ( ١٩٦٦م ) ( ٥٥٠ ) صندوقًا صافي أصولها ( ٥٠ ) مليار دولار ، وبحلول عام ( ١٩٩٥م ) وصل عدد هذه الصناديق إلى حوالي ( ٥٦٥٥ ) صندوقًا تتعامل في أصول يبلغ حجمها ( ٢,٧ ) تريليون دولار ؛ ليحتل قطاع الصناديق الاستثمارية المركز الرابع بين القطاعات المالية في الولايات المتحدة من حيث الحجم بعد : البنوك التجارية ، ومؤسسات الادخار ، والقروض ، وشركات التأمين [١] .

كما شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية – أيضًا – انتشارًا لصناديق الاستثمار على المستوى الدولي ، ففي عام ( ١٩٦٦م ) ظهرت في إنجلترا شركة استثمار مفتوحة Liyods First كما ظهرت صناديق الاستثمار في ألمانيا تحت اسم Fonds . ثم سرعان ما انتشرت هذه الصناديق في سويسرا وبلجيكا وهولندا واليابان والتي ظهر فيها نوعين من الصناديق المفتوحة : **أولاهما** : Unit Investment Trust وهي صناديق يتم إنشائها لمدة خمس سنوات ويمكن استرداد أنصبتها في أي لحظة بناء على طلب المشتركين إلا أن تلك الأنصبة تكون غير قابلة للتداول .

**أما النوع الآخر** : فهو يشبه صناديق الاستثمار الأمريكية Mutual Funds والفرنسية Sicav ويطلق عليه Open Investment Trust .

وفي فرنسا كانت تجربة صناديق الاستثمار فريدة ومتميزة ، فرغم أن فرنسا كانت آخر الدول المتقدمة التي دخلت فيها صناديق الاستثمار إلا أنها احتلت المرتبة الأولى ليس على مستوى أوربا فحسب بل على مستوى العالم في الإدارة الجماعية لمحافظ الاستثمار [٢] .

فحتى عام ( ١٩٤٥م ) لم يكن بفرنسا أي صندوق استثمار ، حتى تم تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال الثابت في عام ( ١٩٤٥م ) وكانت مهمة هذه الشركة القيام بإدارة محافظ أوراق مالية مسعرة بالبورصة الفرنسية .

وفي عام ( ١٩٦٤م ) ظهرت أول صناديق استثمار مفتوحة Societes d'investissement a capital variable والمعروفة باسمها المختصر : Sicav .

وفي عام ( ١٩٦٧م ) ظهرت صناديق الاستثمار المشترك Le Fonds Commun deplacement والمعروفة باسمها المختصر : FCP والتي لا تختلف عن صناديق

---

(١) فخر الدين الفقي وآخرون ، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٤٦ .

(٢) انظر : نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق جـ٢ ص٥ .

الاستثمار Sicav إلا في نقطتين : الأولى أنها أقل سيولة حيث يتم تسعيرها أسبوعيًا بخلاف Sicav التي تسعر يوميًا أما النقطة الثانية : فتتمثل في أنه يمكن شراء Sicav شركة معينة من شركة أخرى بينما لا يمكن ذلك في FCP .

وفي عام ( ١٩٨٠م ) ظهرت في فرنسا صناديق الاستثمار قصيرة الأجل وعرفت باسم Sicav Monetaire : أو Sicav de tresorerie وكانت هذه الصناديق تنتهج نهج صناديق سوق النقد Mony Market Funds في الولايات المتحدة حيث تقدم هذه الصناديق عائدًا مقاربًا أو يزيد عن العائد المحقق في سوق النقد .

وفي عام ( ١٩٨٥م ) صدر المنشور الأوربي La directive europenne de الذي ألزم دول المجموعة الأوربية الموحدة بحرية تداول صناديق الاستثمار في أنحاء أوربا اعتبارًا من شهر سبتمبر ( ١٩٨٩م ) وبالتالي ضرورة توحيد النظم المالية والضريبية في تشغيل الصناديق داخل أوربا .

وبناء على ذلك صدر القانون رقم ٨٨ - ١٢٠١ في ( ٢٣ديسمبر ١٩٨٨م ) والمعدل بالقانون رقم ٨٩ - ٥٣١ في ( ٢أغسطس ١٩٨٩م ) لتوحيد القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار المفتوحة في فرنسا لتتناسب مع المنشور الأوربي .

ويعتبر عام ( ١٩٨٩م ) هو بداية ظهور المنافسة الخارجية لصناديق الاستثمار الفرنسية التي عملت على الانتشار في أوربا وتوسيع وتدويل أسواقها حتى وقتنا هذا ؛ مما دفع بها إلى ظهور جيل جديد من صناديق الاستثمار يتمثل في الصناديق المدارة بأساليب كمية Quntitative ؛ التي تستخدم نماذج رياضية أكثر من استخدامها للتحليل المالي وتعتمد على النظرية الحديثة في التمويل .

## ثانيًا : نشأة وتطور صناديق الاستثمار في المنطقة العربية

شهدت المنطقة العربية إنشاء أول صندوق استثمار عربي في عام ( ١٩٧٩م ) في السعودية إلا أن التسعينات شهدت تزايدًا واضحًا في عدد صناديق الاستثمار [1] .

ويقدر إجمالي الموارد المعبأة من خلال الصناديق العربية في الفترة من عام ١٩٩٣م إلى عام ( ١٩٩٥م ) بأكثر من ( ٨٣٠ مليون دولار ) توزعت على حوالي ( ٢٠ صندوقًا ) كان أكثرها مخصصًا للاستثمار في أسواق الأسهم في كل من : مصر

(١) د . فخر الدين الفقي وآخرون ، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٤٦ .

والمغرب وتونس وعمان والأردن والبحرين [١] .

وبالنظر إلى هذا الرقم فهو يبدو صغيرًا لا يكاد يذكر إذا ما عرفنا أن إجمالي الأموال التي تديرها صناديق الاستثمار في الأسواق الناشئة - خاصة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية - قُدر في نهاية ( ١٩٩٥م ) بنحو ( ٢٦٠ مليار دولار ) ؛ وهذا يعنى ببساطة أن حصة الصناديق العربية لم تتجاوز ٠,٣٪ فقط [٢] .

**وبالنسبة لتجربة مصر مع صناديق الاستثمار :** فإنه بالرغم من أن مصر شهدت أقدم سوق للأوراق المالية في المنطقة العربية بل وفي الشرق الأوسط أجمعه ، وذلك بقيام بورصة الإسكندرية عام ( ١٨٨٣م ) ثم تلتها بورصة القاهرة عام ( ١٨٩٨م ) إلا أن سوق الأوراق المالية المصري لم تعرف صناديق الاستثمار إلا حديثًا في أعقاب صدور قانون سوق رأس المال المصري رقم ( ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ) وحصول صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول على ترخيص هيئة سوق المال في ( ١٩٩٤/٤/٢٦م ) وبعدها صدرت التراخيص تباعًا لصناديق الاستثمار حتى بلغ عددها في نهاية عام ( ١٩٩٩م ) عشرون صندوقًا .

## ثالثًا : نشأة وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية

يرجع الفضل للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في ظهور صناديق الاستثمار الإسلامية ؛ فلقد كان النجاح الذي حققته البنوك والمؤسسات الإسلامية في جذب الأموال واستثمارها وفقًا للأساليب الشرعية دافعًا إلى البحث عن أوعية جديدة لجذب واستثمار مزيد من الأموال على أسس شرعية مما حدا بالحكومة الأردنية إلى استخدام سندات المقارضة الشرعية عام ( ١٩٨١م ) ثم تبع ذلك ندوات متعددة أقامتها مجموعة دلة البركة بمشاركة العديد من الفقهاء والاقتصاديين ومنها : الندوة التأسيسية التي انعقدت في تونس في ( صفر ١٤٠٥هـ = نوفمبر ١٩٨٤م ) والتي وضعت الأسس لتأسيس شركتي التوفيق للصناديق الاستثمارية [٣] والأمين للأوراق المالية عام ( ١٩٨٧م ) وبعد ذلك توالى تباعًا إنشاء العديد من الصناديق الإسلامية في العديد من دول العالم ، حتى وصل حجم تعاملاتها بنهاية عام ( ١٩٩٦م ) إلى نحو ( ١,٥ بليون دولار ) [٤] .

---

(١) المرجع السابق ص١٣ - ١٤ .

(٢) نشرة مؤسسة ضمان الاستثمار الشهرية الكويت سبتمبر ١٩٩٥م .

(٣) راجع الفصل الثالث ص٢٠٥ - ٢١٢ .

(٤) يوسف كمال محمد ، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج ، دار النشر للجامعات مصر القاهرة ، الطبعة الثالثة ١٤١٨هـ ١٩٩٨م جـ٢ ص٢١٧ .

## المبحث الثاني أهداف ومزايا صناديق الاستثمار

رغم أن صناديق الاستثمار يحكمها هدف مبدئي ، هو استثمار أموالها في الأوراق المالية بغرض تنمية رأس مالها وتحقيق منافع لأطرافها ؛ إلا أنها تختلف اختلافًا جوهريًا من حيث أهدافها النوعية الأخرى ؛ وذلك وفقًا لمكوناتها التنظيمية ، وما تربو إلى تحقيقه ، ومن خلال هذا المبحث نتعرض لأهداف صناديق الاستثمار فضلًا عن مزاياها فيما يلي :

### أولًا : الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار

تتعدد الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار لتلائم حاجات المستثمرين ورغباتهم ؛ فهناك صناديق تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي ، وهناك صناديق تهدف إلى تحقيق دخل جار ، وهناك صناديق تهدف إلى الموازنة بين النمو والدخل ، كما أن هناك صناديق هدفها الاستفادة مما يمنحها القانون الضريبي من مزايا عن طريق الإعفاء الضريبي أو تأجيل الضريبة .

### ثانيًا : مزايا صناديق الاستثمار

مما لاشك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنعم بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب ، بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد القومي بأجمعه وذلك كما يلي :

#### ١ - مزايا صناديق الاستثمار للمستثمرين الأفراد :

أ - الاستفادة من خبرات ومهارات الإدارة المحترفة التي تدير الصندوق حيث إن صناديق الاستثمار يتولى إدارتها خبراء ذوو كفاءة عالية لهم معرفة كاملة بأحوال السوق وبالتالي يمكنهم انتقاء الأوراق المالية الجيدة التي يحقق التعامل فيها ربحًا بجانب الربح الرأسمالي وهذا ما لا يتوافر للمستثمر الفرد الذي يدير أمواله في الأوراق المالية بنفسه حيث يقع على عاتقه اتخاذ قرار الاستثمار وما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة ومراقبة حركات الأسعار في السوق والتوقيت المناسب للشراء ، هذا بجانب المتابعة المستمرة للمحفظة لتحديد درجة مخاطرها وبذلك تناسب صناديق الاستثمار المدخرين القادرين الذين لا تتوافر لديهم المهارة والوقت والمعلومات لإدارة محفظة أوراق مالية .

ب – الاستفادة من عنصر الأمان وانخفاض مستوى المخاطرة وبالتالي المحافظة على رأس المال ؛ حيث إن المستثمر في الصندوق يعتبر مالكًا مقابل أمواله لحصة شائعة في محفظة الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق والتي يعتمد في انتقائها على التنويع الكفء وفقًا للقاعدة التي تقول : ( لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة ) فإذا حدثت خسارة في إحدى الأوراق المالية في صندوق الاستثمار ؛ فإنه يجرى تغطيتها بالمكسب المتحقق من الاستثمار في أوراق مالية أخرى .

جـ – الاستفادة من المرونة والمواءمة في صناديق الاستثمار التي تعطي للمستثمر الحق في الانتقال باستثمارته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة مما يحقق خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقت لآخر .

د – صناديق الاستثمار وسيلة جذابة لتحقيق ربح للمستثمر عن طريق ما يحصل عليه المستثمر من عائد على استثماراته في الصندوق بجانب ما يتحقق من ربح رأسمالي ناشئ عن زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية عن قيمتها الاسمية ، وهذا ما لا يجده المستثمر في الأوعية الادخارية المصرفية ؛ حيث لا يحصل المستثمر سوى على عائد بنكي دون عائد رأسمالي فضلًا عن تآكل المبلغ المستثمر وربحه بفعل التضخم .

هـ – صناديق الاستثمار فتحت السبل أمام صغار المدخرين لاستثمار أموالهم في سوق المال ؛ وهذا ما حرص عليه قانون سوق رأس المال المصري رقم ( ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ) حيث اشترط أن لا تقل القيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار عند الإصدار عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه [١] وجعل التصرف في الكسور التي تنشأ من عملية تخصيص وثائق الاستثمار لصالح صغار المكتتبين [٢] .

و – الاستفادة من سيولة الاستثمار حيث يتاح للمستثمر من خلال النظام الأساسي لصناديق الاستثمار أن يسترد أمواله قبل نهاية مدة وثيقة الاستثمار من الصندوق مباشرة أو من خلال بورصة الأوراق المالية .

## ٢ - مزايا صناديق الاستثمار للجهاز المصرفي :

أ – تدوير محافظ الأوراق المالية داخل البنوك بيعًا وشراءً بدلًا من الاحتفاظ بها دون

(١) انظر : سوق المال القانون واللائحة التنفيذية ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد ٦٣ أول مايو ١٩٩٣م المادة ١٤٨من اللائحة التنفيذية ص٧٠ .

(٢) انظر : المرجع السابق اللائحة التنفيذية المادة ١٥٧ ص٧٢ .

حراك ، وذلك عن طريق بيع جزء منها لصناديق الاستثمار مما يوفر فرصة كبيرة لتحقيق أرباح تنشأ من فروق تقييم الأوراق المالية التي يتم بيعها لصناديق الاستثمار .

ب - مواكبة المتغيرات الدولية في تعظيم العمليات المصرفية خارج الميزانية Out of balance عن طريق ما تحصل عليه البنوك من أتعاب وعمولات من خلال أداء مهامها في صناديق الاستثمار .

جـ - تعتبر صناديق الاستثمار نشاطًا جديدًا ومكملًا لخدمات البنوك ؛ مما يعد ترسيخًا لمفهوم البنوك الشاملة .

د - توظيف فائض السيولة لدى البنوك في صناديق الاستثمار؛ مما يخلص البنوك مما تعانيه من أزمة السيولة المتزايدة .

**٣ - مزايا صناديق الاستثمار للاقتصاد القومي :**

أ - وسيلة فعالة في تدعيم التخصيصية ، وتوسيع قاعدة الملكية ، وذلك من خلال استثمارها لأموالها في شراء أوراق مالية .

ب - وسيلة فعالة لتنشيط وتدويل بورصة الأوراق المالية ؛ بجذبها لصغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة .

جـ - تدعم التقييم السليم للأوراق المالية ؛ وبالتالي تلعب دورًا فعالًا في تحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد القومي .

د - تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات ؛ مما يساعد هذه الشركات على الاتجاه لسوق المال لتمويل نشاطها بدلًا من اللجوء إلى البنوك للاقتراض .

هـ - تساهم في امتصاص السيولة من المجتمع ؛ وبالتالي خفض معدلات التضخم .

## المبحث الثالث أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد أنواع صناديق الاستثمار وفقًا لحاجات ورغبات وأهداف المستثمرين ، ومن خلال التجربة الأمريكية لصناديق الاستثمار بصفة خاصة والتجارب العالمية الأخرى بصفة عامة؛ يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقًا لما يلي (١) :

### أولًا : هيكل رأس المال

**تتقسم صناديق الاستثمار وفقًا لهيكل رأس مالها إلى :**

**١ - صناديق الاستثمار المفتوحة Open End Funds :**

وقد سميت هذه الصناديق بهذا الاسم ، لكونها تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود تذكر ، فحجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق غير محدد ، وحجم الصندوق يكبر ببيع المزيد من وثائق الاستثمار ، ويقل باسترداد المستثمرين لكل أو جزء من وثائقهم ؛ وهذا بالتالي ينعكس زيادة أو نقصًا بالنسبة لقيمة محفظة الأوراق المالية الخاصة بالصندوق .

**ولعل أهم ما يميز هذه الصناديق** : كون عدد وثائق محافظها المالية غير ثابت وغير محدد بل دائمًا تتسم هذه الوثائق بالتقلب الناشئ عن عمليات البيع والشراء والاسترداد

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : د . منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، المعهد العربي للدراسات العربية والمصرفية الأردن المؤسسة العربية المصرفية ABC البحرين ، بدون تاريخ نشر ص١٠٢ - ١٣٠ د . منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، مرجع سابق ص٤٩ - ٥٦ نشأت عبد العزيز معوض بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار مرجع سابق جـ٢ ص٩ - ٢١ يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ص٢١٤ - ٢١٥ د . سعيد سيف النصر ، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء دراسة تطبيقية تحليلية ، بدون ناشر ١٩٩٣م ص ٢٣٧- ٢٤٠ ، د . سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار النظرية والتطبيق منهج تحليلي كمي ، مرجع سابق ص٣٦٧ - ٣٧١ ، د . أحمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، بدون ناشر ١٩٩٤م ص٣٢ ، د . فخر الدين على الفقي وآخرون ، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٢٩ - ٣٨ ، د . عطية فياض سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، دار النشر للجامعات مصر القاهرة ، الطبعة الأولى ١٤١٨هـ - ١٩٩٨م ص١٠٨ - ١١٠ . Dian Fu jovch, Op . cit . PP, . 87 - 88 105 - 107

ولا يتم طرح وحدات محددة من الوثائق بل يبقى الصندوق مفتوحًا للدخول والخروج منه طالما أن نشاطه ما زال قائمًا ، وبإمكان المستثمر شراء وثائق من هذا الصندوق عندما يشاء ، وبإمكانه كذلك بيع هذه الوثائق عندما يشاء ، وذلك بعد إخطار قصير المدى قد لا يتجاوز الأسبوع ، وحينئذ يصدر الصندوق وثائق جديدة لسد الفراغ الذي تركه أي مستثمر يبيع وثائقه .

وصناديق الاستثمار المفتوحة تكون دائمًا جاهزة ومستعدة لرد قيمة وثائق الاستثمار عند الطلب ، ولا يجوز لها قيد أو تداول وثائقها في سوق الأوراق المالية ؛ ولكن يتم الشراء والاسترداد عن طريق الصندوق ووكلائه ؛ وذلك بموجب الإعلان الدوري عن قيمة الوثيقة ، ويكون ذلك بصفة أسبوعية أو مرتين أسبوعيًا أو يوميًا .

**٢ - صناديق الاستثمار المغلقة Closed - End Funds :**

وقد سميت هذه الصناديق بهذا الاسم ؛ لأن عدد الوثائق التي تصدرها ثابت لا يتغير (١) .

**وأهم ما يميز هذه الصناديق** : أنها محددة القيمة والحجم والهدف والعمر ، وينبثق عن ذلك كون وثائقها الاستثمارية ذات أجل محدد أيضًا ؛ لذا فهي تنتهي بانتهاء مدة الصندوق ، ويتم حينئذ استرداد قيمتها من الجهة المنشأة للصندوق .

وتتاح هذه الصناديق بصفة دورية بين الحين والآخر ؛ وذلك إذا ما تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة طيبة متاحة للاستثمار في مجال محدد (٢) .

وتطرح هذه الصناديق وثائق الاستثمار للبيع عن طريق وكلاء الصندوق ، ويتم تداولها عن طريق بورصة الأوراق المالية ؛ وعليه فإن الصندوق لا يقبل استردادها ، أو يقوم بطرح وثائق جديدة منها ويتم إدارة المحفظة الخاصة بهذا الصندوق عن طريق البورصة لصالح حامل وثيقة الاستثمار الأخيرة .

لذلك فإن صناديق الاستثمار المغلقة بعد إصدارها لوثائق الاستثمار لا يكون لها

---

(١) يستثنى من ذلك حالتين نادرتا الحدوث : الحالة الأولى : هي قيام الصندوق المغلق بإعادة شراء أوراقه المالية من السوق المنظمة أو غير المنظمة ، نتيجة لهبوط القيمة السوقية لها إلى مستوى أدنى كثيرًا من قيمة الأصل الصافية ، أما الحالة الثانية : فهي إصدار الشركة لأوراق مالية جديدة . ( انظر منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين ، منشأة المعارف الإسكندرية ١٩٩٤م ص ١٨ ) .

(٢) د . منى قاسم ، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، مرجع سابق ص٥٠ .

علاقة بالمستثمر بعد أن يشترى منها الوثيقة وإذا ما رغب في بيعها ؛ فعليه أن يتجه إلى شركة سمسرة لتقوم ببيع الوثيقة له في السوق المنظمة ( البورصة ) أو السوق غير المنظمة ( Over - The - Counter ( OTC ويمثل العرض والطلب في هذه الأسواق المحدد الرئيسي لسعر الوثيقة .

## ثانيًا : الأهداف المقررة

**تنقسم صناديق الاستثمار وفقًا للأهداف المقررة إلى :**

### ١ - صناديق الدخل Income Funds :

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جار للمستثمرين وذلك في نطاق درجة المخاطر المحددة سلفًا ؛ لذا عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة Blue - Chip توزع الجانب الأكبر من أرباحها التي تم تحقيقها .

وصناديق الدخل بذلك تناسب المستثمرين الذي يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ومثل هؤلاء المستثمرين لا يخضعون عادة سوى لشريحة ضريبية صغيرة أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق وهو ما يعني أنهم لا يلقون أي اهتمام يُذكر للفرق بين معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية .

### ٢ - صناديق النمو Growth Funds :

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق ؛ لذا عادة ما تشتمل على أسهم عادية تابعة لشركات وقطاعات ذات درجة عالية من النمو ، والتي تظهر سجلاتها نموًّا مطردًا في المبيعات والأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم ؛ أي على نمو الأموال المستثمرة ، فعن طريق تدوير الأرباح المحتجزة – وذلك بإعادة استثمارها مرة ثانية – يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى لتنعكس على القيمة السوقية للسهم وهكذا .

وتناسب هذه الصناديق عادة المستثمرين الراغبين في تحقيق عائد مرتفع في نفس الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية وبخاصة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي أعلى من معدل الضريبة على الربح الرأسمالي .

كما تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم منها لتغطية نفقات معيشتهم .

**٣ - صناديق الدخل والنمو Partially Income Partially Growth :**

تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري ، فضلًا عن النمو الرأسمالي طويل ومتوسط الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة ؛ لذا عادة ما تتكون هذه الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم العادية التي تمثل عادة داخل التشكيلة بنسبة كبيرة .

ووفقًا لتشكيلة محفظة الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناديق يمكن التمييز بين نوعين من الصناديق داخل هذا الإطار :

**الأول : صناديق الدخل والنمو** Income Growth : وتعطى الأولوية فيها لهدف الدخل .

**الثاني : صناديق النمو والدخل** Growth Income : وتعطى الأولوية فيها لهدف النمو .

هذا وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون جزئيًا على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ، ويرغبون في الوقت ذاته تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم .

**٤ - صناديق إدارة الضريبة Tax - Managed Funds :**

هذه الصناديق لا تقوم بأي توزيعات على المستثمرين ؛ بل عادة تعمل على إعادة استثمار ما يتولد من عائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها ؛ وبالتالي ليس هناك محل لدفع المستثمر للضريبة طالما لم يحصل على توزيعات نقدية .

وهكذا يتم تأجيل دفع الضريبة للمستثمر في هذه الصناديق ؛ فلا تستحق الضريبة إلا عند بيع المستثمر للأسهم ، وحينئذ يكون وعاؤها متمثلًا في الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر .

وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة ، وكذلك تناسب المستثمرين الذين يخضعون لشريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي أكبر من معدلها على الربح الرأسمالي .

## ٥ - الصناديق ذات الأهداف المزدوجة : Dual - Purpose Funds Or Dual Funds :

تتميز هذه الصناديق بأن استثماراتها موزعة بين نوعين من الأسهم :

**الأول : أسهم الدخل** Income Shares : ويتوقع أن يتولد عنها دخل .

**الثاني : أسهم النمو** Growth Shares : ويتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية Capital Shares .

وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية ، أما حصيلة بيع الأسهم : فيختلف استخدامها وفقًا لنوعيتها ؛ فحصيلة بيع أسهم الدخل يتم بها شراء أوراق مالية تدر عائدًا دوريًا مرتفعًا وحصيلة بيع أسهم النمو يتم بها شراء أسهم شركات تميل إلى الاحتفاظ بأرباح محتجزة .

وتعتبر الصناديق ذات الأهداف المزدوجة من الصناديق المغلقة ، وعادة ما تتراوح مدة ممارستها لنشاطها من عشر إلى عشرين سنة ، ومع ذلك فإنه عند انتهاء مدتها يمكنها إعادة التأسيس مرة أخرى والتحويل إلى صناديق مفتوحة .

وأثناء مزاولة الصندوق لنشاطه يحصل حملة أسهم الدخل على كل أو جزء من الربح الإيرادي المتمثل في الفوائد والتوزيعات المتولدة من التشكيلة دون النظر إلى مصدر العائد المتولد من هذه الصناديق ، سواء أكان من أسهم الدخل أم من أسهم النمو ، وإن كان من المعتاد أنه ينص في قانون إنشاء مثل هذه الصناديق على ضمان حصول حملة أسهم الدخل على حد أدنى من العائد سنويًا .

وبانتهاء فترة نشاط الصندوق - وبالتالي تصفيته - يسترد حملة أسهم الدخل قيمة الاسترداد المحدد والتي تمثل عادة نتيجة الاستثمار الأصلي ، بالإضافة إلى أي دخل تحقق في سنة سابقة ، ولم يُوزع علي حملة تلك الأسهم ، بينما يحصل حملة أسهم النمو على كل ما تبقى من قيمة التشكيلة المكونة للصندوق .

**وتناسب هذه الصناديق بذلك فئتين مختلفتين من المستثمرين :**

**الأولى** : المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم ؛ حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم الدخل .

**الثاني** : المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم ؛ حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم رأس المال التي يتولد عنها أرباح رأسمالية .

هذا وتقوم الفلسفة التي تحكم هذه الصناديق على أن كل فئة من فئتي المستثمرين تستخدم استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها ؛ فالأرباح الإيرادية التي تنشأ من الأوراق المالية المشتراة من حصيلة بيع أسهم النمو ؛ يحصل عليها حملة أسهم الدخل . والأرباح الرأسمالية التي تنشأ من الأوراق المالية المشتراة من حصيلة أسهم الدخل ؛ يحصل عليها حملة أسهم النمو .

ومن الجدير بالذكر أن إدارة هذه الصناديق تواجه تعارضًا بين أهدافها ؛ فالسياسة الاستثمارية الهادفة إلى تعظيم الربح الإيرادي عن طريق أسهم الدخل تترك أثرًا عكسيًا علي هدف تحقيق الربح الرأسمالي والعكس صحيح .

وبالرغم من أن السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق تعمل على الحد من هذا التعارض إلا أن تطبيق هذه السياسات يعتمد اعتمادًا كليًا على الطريقة التي تنفذ بها ففي ظل ظروف عدم التأكد يعانى فئتا المستثمرين من عدم التأكد بشأن العائد المتولد؛ ولذلك لم تحظ هذه الصناديق بالقبول من الكثير من المستثمرين مما أدى إلى تقييد نموها .

## ثالثًا : محفظة الأوراق المالية التي تقتنيها

**تنقسم صناديق الاستثمار وفقًا لمكونات محفظة الأوراق المالية التي تقتنيها إلى :**

### ١ - صناديق الأسهم العادية Common Stock Funds :

تتكون هذه الصناديق من أسهم عادية فقط ، وبالرغم من ذلك فإنها تختلف باختلاف خصائص وسمات تلك الأسهم ، لذا يمكن تقسيم هذه الصناديق بدورها إلى :

أ – **صناديق أسهم محلية** : ويتم من خلالها تحقيق مزايا ضريبية للمستثمرين ؛ وذلك كي تشجعهم الدولة على حيازتها لتمويل الشركات القومية دون الأجنبية .

ب – **صناديق أسهم منوعة دوليًا** : وتتكون من خليط من الأسهم المحلية والدولية ؛ وذلك لتحقيق أكبر عائد ممكن على أساس عاملي العائد والخطر .

جـ – **صناديق أسهم مقسمة جغرافيًا** : وهي تستثمر في سوق دولة معينة ، وبالتالي تتحمل نوعين من المخاطر هما : مخاطر هذه الدولة ومخاطر الصرف .

وبالرغم من هذه المخاطر ، فإن هذه الصناديق تسعى دائمًا إلى تحقيق عائد يفوق العائد المتحقق من الصناديق المحلية والصناديق المنوعة دوليًا .

د – **صناديق أسهم مقسمة قطاعيًا** : ويطلق عليها الصناديق المتخصصة حيث تستثمر أموالها في قطاعات معينة ، فهناك صناديق تستثمر أموالها في العقارات ، وصناديق تستثمر أموالها في الذهب ، وصناديق تستثمر أموالها في القيم التكنولوجية ، وصناديق تستثمر أموالها في الصحة ، وأخرى في الطاقة .

## ٢ - صناديق السندات Bond Funds :

تتكون هذه الصناديق من سندات فقط ، ويمكن تقسيمها إلى أربعة أنواع من الصناديق تتمثل في :

أ – **صناديق سندات محلية** : وهى صناديق تركيبها تقليدي وتحتوى على قرابة ٨٥٪ من السندات المحلية والباقي من سندات أجنبية (١) .

وتنقسم هذه الصناديق بدورها إلى : صناديق ذات تفضيلات لتوزيعات العائد ، وصناديق ذات تفضيلات لتنمية رأس المال .

ب – **صناديق سندات دولية** : وتشكل هذه الصناديق نوعين من المحافظ :

**الأول** : محافظ منوعة بين سندات دولية ومحلية .

**الثاني** : محافظ مكونة من سندات دولية فقط .

جـ – **صناديق سندات ذات عوائد دورية** : وتحقق هذه الصناديق ميزة للمستثمرين ؛ وذلك بتمكينهم من الحصول على عوائد دورية بصفة منتظمة .

د – **صناديق سندات خاصة** : وتشكل هذه الصناديق نوعين من محافظ الأوراق المالية :

**الأول : صناديق سندات الدرجة الأولى** : وتتكون من سندات حكومية مضمونة من الحكومة وعادة ما يكون دخل هذه الصناديق معفًى من الضرائب .

**الثاني : صناديق سندات قابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Bonds** : وتهدف إلى الاستفادة من المميزات التي تحققها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، حيث ترتفع هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم .

هذا ومن الجدير بالذكر أنه توجد صناديق سندات مفتوحة وأخرى مغلقة ، بينما تحاول صناديق السندات المفتوحة الاستفادة من ميزة الإدارة الفعالة لمحفظة الأوراق المالية الخاصة بالصندوق ؛ فإن صناديق الاستثمار المغلقة عادة ما يكون لديها محفظة ثابتة تتضمن عادة سندات محلية وأسهم بعض الشركات .

(١) نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق جـ٢ ص١٣ .

## ٣ - الصناديق المتوازنة Balanced Funds :

تشتمل هذه الصناديق على مزيج من الأسهم العادية ، وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل : السندات الحكومية ، والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، والأسهم الممتازة ولذلك يطلق عليها - أيضًا - الصناديق المنوعة Diversified Funds .

وتختلف نسبة الأسهم العادية في تشكيلة الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناديق وفقًا للأهداف المحددة لكل صندوق ، فعندما يكون في مقدمة أهداف الصندوق تحقيق عائد مرتفع نسبيًا مع تحمل مخاطر متوسطة نسبيًا يتوقع أن ترتفع إلى حد ما نسبة أموال الصندوق المستثمرة في أسهم عادية والعكس صحيح فعندما يكون في مقدمة أهداف الصندوق تحمل المستثمر لحد أدنى من المخاطر يتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المستثمرة في أوراق مالية ذات عائد ثابت بالنسبة للاستثمار في الأسهم العادية .

وتراعى هذه النوعية من الصناديق غالبًا أن يكون الارتفاع أو الانخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق ليس بنفس نسبة الارتفاع أو الانخفاض في المستوى العام للأسعار ؛ أي ليس بنفس نسبة التغير في القيمة السوقية لمحفظة السوق .

## ٤ - صناديق سوق النقد Money Market Funds :

يقصد بصناديق سوق النقد : تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال مؤسسات مالية ؛ كالبنوك التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق .

ولقد ظهرت تلك الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة في عام ١٩٧٣م ، وذلك عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار في تلك الأوراق إلى مستوى مرتفع لم يسبق لها الوصول إليه (١) .

**وتختلف أهداف هذه الصناديق من صندوق لآخر فمنها** : ما يهدف إلى تحقيق عائد يقارب العائد المحقق في سوق النقد عن الودائع قصيرة الأجل والمعروفة باسم Overnight ولتحقيق ذلك تستثمر هذه الصناديق في أذون الخزانة الحكومية Treasury notes وشهادات الإيداع Certificates of deposit التي تصدرها المصارف والأوراق التجارية

---

(١) انظر : منير إبراهيم هندي ، إدارة المنشآت المالية ، بدون ناشر ١٩٩٤م ص٣٤٥ .

Commercial papers التي تصدرها الشركات الكبرى .

ويوجد نوع آخر من هذه الصناديق يستثمر في الأدوات السابقة بالإضافة إلى الاستثمار في السندات ذات المعدل الثابت أو المتغير .

وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يضعون هدفي السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية ، بل إن هذه الصناديق نجحت في جذب المستثمرين المحافظين الذين كانوا عادة ما يفضلون استثمار أموالهم من خلال الودائع المصرفية ؛ حيث إنها تفوق الودائع المصرفية من حيث العائد الذي تحققه ، وفي نفس الوقت لا يتحمل المستثمرين أي تكاليف شراء لحصص الصندوق No - load fund .

كما أن هذه الصناديق توفر للمستثمر فيها ميزة هامة ؛ حيث إنها تعطيه الحق في السحب منها في أي وقت يشاء دون تعرض للغرامة ؛ بل أتاحت هذه الصناديق للمستثمر حرية تحرير شيكات ليسحب بها .

ويتم ذلك عن طريق عقد يجمع بين الصندوق وأحد البنوك الذي من خلاله يقوم المستثمر برد عدد من الوثائق التي يمتلكها تساوي في قيمتها المبلغ المسحوب ، ويشترط أن لا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين تقرره إدارة الصندوق [1] .

ورغم ما تحققه هذه الصناديق من مزايا للمستثمرين ؛ فإنه يُلاحظ أن هؤلاء المستثمرون معرضين من خلال هذه الصناديق لنوعين أساسين من هذه المخاطر :

**الأول : مخاطر السيولة** Liquidity risks : وترجع إلى النجاح الذي تحققه هذه الصناديق ففي حالة الاسترداد المكثف ليس من المؤكد أن تتطابق قيمة التصفية Net asset Value مع قيم بيع الأصول ، وذلك لعدم وجود سوق ثانوي متطور للديون المتداولة .

**الثاني : مخاطر الضمان** Guarantee risks : وترجع إلى إفلاس المسئول عن الصندوق قبل الاستحقاق ، وباستثناء الأصول المضمونة من الحكومة فإن هذا النوع من المخاطر يظل قائمًا ، فعلى سبيل المثال في عام ( ١٩٩٠ - ١٩٩١م ) تحقق هذا النوع من المخاطر مرتين :

---

(١) عادة ما يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال هذه الصناديق كبير نسبيًا حتى يصل هذا الحد إلى ١٠٠٠٠ دولار في الولايات المتحدة . ( انظر : منير هندي ، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين ، مرجع سابق ص٣٧ ) .

**الأولى** : إفلاس بنك الاستثمار الأمريكي Drexel ، والذي كان بعض الصناديق قد استثمروا فيه أموالهم ، وقد اتخذ مديرو هذه الصناديق قرارًا بتحمل الخسائر المترتبة على ذلك .

**الثانية** : إفلاس شركة Codec الفرنسية المصدرة لشهادات خزانة استثمر فيها صندوق استثمار بنك سوسيتيه جنرال ، وقد خرج مسؤولو هذا الصندوق من هذه الأزمة باستراتيجية مغايرة لسالفتها ؛ حيث قاموا بتخفيض مؤقت للعائد على صندوق الاستثمار لتحمل الخسائر المترتبة على إفلاس الشركة .

**وخلاصة القول** : أن المستثمر في الحقيقة هو الذي يتحمل هذه الأخطار مقابل حصوله على عائد أعلى من عوائد صناديق التوفير ، وهذا ما دفع كثير من الاقتصاديين إلى المطالبة بالحد من هذه الصناديق ؛ نظرًا لأن مخاطرها تنشأ عن تقلبات سعر الفائدة والتي تحتاج إلى إدارة متفوقة وشديدة المهارة فضلًا عن أن هذه الصناديق ذات استثمارات قصيرة الأجل لا تفيد الاقتصاد القومي .

## رابعًا : إدارة محافظها

**تنقسم صناديق الاستثمار وفقًا لأساليب الإدارة المستخدمة في إدارة محافظها إلى نوعين :**

### ١ - صناديق الإدارة التقليدية Traditional management Funds :

وفيها يقوم مدير الاستثمار بإدارة محفظة الأوراق المالية بأسلوب تقليدي حيث يقتصر دوره على اختيار الأوراق المالية التي يراها أكثر تطابقًا مع أهداف الاستثمار ، وبالتالي يقوم بتعديل أوزان الفئات المختلفة في المحفظة ، وفقًا لتوقعاته لكل من اتجاهات البورصة وأسعار الفائدة وأسعار الصرف .

وتنقسم هذه الصناديق بدورها إلى : صناديق أسهم ، وصناديق سندات .

### ٢ - صناديق الإدارة الكمية Quantitative management Funds :

وفيها يقوم مدير الاستثمار بإدارة محفظة الأوراق المالية بأساليب كمية Quantitative تعتمد على استخدام النماذج الرياضية ، وترتبط هذه الصناديق ارتباطًا وثيقًا بالثورة المالية التي ظهرت في الثمانينات من هذا القرن والمتمثلة في ظهور عقود المستقبليات Futures وعقود الخيارات Options والتي أدت إلى تطور الأساليب الكمية في إدارة محافظ الأوراق المالية ، والتي اعتمدت علي استخدام النماذج الرياضية

التي ترتبط أساسًا بالنظرية الحديثة للتمويل Modern Portfolio Theory التي كوفئ مؤسسها ( هاري ماركوفيز ) مع اثنين من مجدديها ( وليم شارب وميلر ) بأول جائزة نوبل يتم تخصيصها لمنظري التمويل عام ١٩٩٠م .

**وتنقسم صناديق الإدارة الكمية بدورها إلى ثلاثة أنواع :**

**(١) صناديق الإدارة الكمية البحتة : Pure Management Quantitative Funds :**

تهدف هذه الصناديق إلى تكوين محفظة أوراق مالية باستخدام نموذج لاختيار الأوراق المالية Selection يطبق معايير شراء Buy / بيع Sell معرَّفة تعريفًا تامًّا لسوق محدد .

**(٢) صناديق المؤشرات Index Funds :**

وفيها يقوم مدير الاستثمار بتكوين محفظة أوراق مالية تماثل ما يشمله أحد المؤشرات العالمية شائعة الاستخدام من أوراق مالية مثل : مؤشر ستاندرد آندبور ٥٠٠ Standard & Poor's ٥٠٠ Index ومؤشر فينانشيال تايمز ١٠٠ FT . SE ١٠٠ Shares Index .

وتقوم فكرة صناديق المؤشرات على فرض أن السوق كفء بمعنى أن سعر السهم في السوق يعكس كافة المعلومات المتاحة التي لها أثر على قيمته السوقية ، وفي ظل هذا الفرض لن هناك يكون سهم يباع بسعر أعلى أو بأقل من قيمته الحقيقية ، ولن يكون مجديًا لإدارة صندوق الاستثمار أن تبذل الجهد وتنفق المال للبحث عن الأسهم التي تباع بسعر أقل أو أكثر من قيمتها الحقيقية ، ولكي تحقق تلك الصناديق عائدًا يساوي العائد على محفظة السوق يصبح لزامًا على الإدارة أن يتضمن الصندوق مجموعة من الأوراق المالية تماثل تلك التي يتكون منها المؤشر المستهدف [١] .

وتتميز هذه الصناديق بأنها تسهل للمستثمرين متابعة أداء الصندوق من خلال متابعة المؤشر ، كما أنها تحقق وفورات كبيرة للصندوق في تكاليف تكوين محفظة الأوراق المالية .

إلا أنه يؤخذ على هذه الصناديق أنه قد يكون من الصعب على إدارتها المحافظة على مكونات التشكيلة بذات النسب التي تتكون منها تشكيلة المؤشر المستهدف ، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الموارد المالية تأتي للصندوق بصفة مستمرة ، وفي ظل صندوق يتكون من أسهم تصدرها ٥٠٠ منشأة – مثلًا – قد لا يكون من الاقتصاد في شيء

---

(١) D. Ficher& R. Jordan, Security Analysis & Portfolio Management: Prentice - Hall N. Y: (4th ed), 1987, PP. 665-666.

توزيع الموارد الجديدة - التي تصل يوميًا - على شراء ٥٠٠ مجموعة من الأسهم وبذات النسب التي يتكون فيها المؤشر المستهدف وتزداد صعوبة المسألة عندما تكون الموارد المتوفرة في يوم ما قليلة نسبيًا (١) .

كما يؤخذ على هذه الصناديق : هبوطها مع هبوط مؤشر البورصة ، فضلًا عن إخفاق غالبيتها في تحقيق نتائج تفوق أو تعادل النتائج التي يحققها مؤشر البورصة .

فعلى مستوى العالم : فإنه بين ٦٥٪ و ٧٥٪ من مديري المحافظ هزمتهم مؤشرات البورصة فقد أثبتت دراسة لجامعة نيويورك أنه عن فترة قدرها ثلاث أعوام فإن ٣٥٪ من صناديق الاستثمار حققت نتائج أفضل من مؤشر البورصة ، وعن فترة قدرها خمسة أعوام فإن النسبة لم تتجاوز ١٨٪ وعن عشرة أعوام هبطت إلى ٢٪ وفي فرنسا أثبتت دراسة قام بها بنك Faribas أن ٣ صناديق فقط من بين ٢٢ صندوقًا حققت أداء أفضل من مؤشر البورصة (٢) .

### (٣) الصناديق المؤمنة Insurad Funds :

نظرًا لأن صناديق المؤشرات تهبط مع هبوط مؤشر البورصة؛ فقد ظهرت فكرة جديدة اعتمدت على نظرية الخيارات Option Theory سميت باسم تأمين المحافظ المالية Portfolio Insurance .

وتهدف هذه الصناديق إلى الاستفادة من ارتفاع الأسهم في السوق مع تقييد أي انخفاض محتمل عن طريق وضع سقف يحدد مقدمًا أقصى هبوط مقبول وبتكاليف محددة سلفًا .

## خامسا : أنواع أخرى لصناديق الاستثمار

لا يقتصر تصنيف صناديق الاستثمار على الأنواع سالفة الذكر فقط بل هناك أنواع أخرى نذكر منها (٣) :

(١) R. Hugan, Modern Investment Theory, Prentice - Hall, N. Y. 1986, P. 143.

(٢) نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق ج٢ ص١٦ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار الجزء الأول بورصات الأوراق المالية كتاب الأهرام الاقتصادي العدد ٧٢ فبراير ١٩٩٤م ص ٨٠ - ٨١ أيضًا - نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، الجزء الثاني صناديق الاستثمار مرجع سابق ص١٨ - ١٩ د . السيد الطيبي ، البورصات وتدعيم الاقتصاد الوطني كتاب الأهرام الاقتصادي العدد ٥٧ نوفمبر =

**أ - الصناديق المركبة Composite Funds** : هي صناديق تعتمد على تكوين محفظة مركبة من تقسيمات معينة وتنقسم هذه الصناديق إلى :

**صناديق الصناديق** : وهي صناديق تتكون محافظها من صكوك صناديق استثمار مختلفة ويعمل مدير الاستثمار فيها على اختيار الصناديق التي تحقق أعلى عائد .

**صناديق ممتازة Super Funds** : وهي صناديق تعتمد على تحليل العلاقة بين العائد (الأداء) والخطر باستخدام منحنى شارب/ ماركوفيز حيث أنه بتجاوز حدًا معينًا من الأداء تتحقق نتيجة إضافية على حساب تعاظم الخطر .

ويسعى مدير الاستثمار في هذه الصناديق إلى تغطية أرباحه مع قبول حد معين من المخاطر ، وبذلك تتميز هذه الصناديق بقدرتها على تنويع المخاطر وأساليب الإدارة فضلًا عن تخفيض التقلبات البورصية .

**صناديق المضاربة Speculation Funds** : تقوم هذه الصناديق بالتنبؤ بأسعار الأوراق المالية وتقلباتها ؛ بهدف تحقيق أرباح من تلك التقلبات وتنقسم هذه الصناديق إلى نوعين :

**صناديق المضاربة في أسواق المستقبليات : Speculation Funds in Futures Markets :**

وتعتمد هذه الصناديق على المخاطرة عن طريق المضاربة في الأسواق الأهلية .

وتتميز هذه الصناديق بتحقيقها سيولة عالية للسوق ، إلا أنه قد ينتج عنها خسائر تؤدى إلى تصفية الصندوق ولذلك تخضع هذه الصناديق لبعض القيود كأن تحتفظ بنسبة ٥٠٪ على الأقل كأصول سائلة لمواجهة طلبات المارج وضمان حد أدنى للأموال ، وهذا يعني السماح لهذه الصناديق بخسارة نصف رأس المال على الأكثر كما يحظر على هذه الصناديق الدعاية أو الإعلان عن استثماراتها .

ويشتهر من هذا النوع من الصناديق الصناديق المعروفة باسم صناديق التحوط ، أو التغطية Hedging Funds والتي حققت أداء استثنائيًا مقارنًا بمؤشر السوق ، ففي عام

---

= ١٩٩٢م ص١١ - ١٩ د . محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الوراق المالية مرجع سابق ص٣١ - ٣٢ . عز الدين فكري تهامي ، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر مدخل محاسبي كمي بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل مركز صالح عبد الله كامل جامعة الأزهر السبت ١٣ من ذي القعدة ١٤١٧هـ / ٢٢ من مارس ١٩٩٧م ج١ ص٤ - ٩ ، سوق المال القانون واللائحة التنفيذية مرجع سابق .
Dian Fugovich, op. cit, PP. 26-32, PP. 113 - 114.

١٩٨٧م - مثلًا - في الوقت الذي حقق فيه مؤشر ستاندرد آندبور ٥٠٠ عائدًا قدره ٥,٢٤٪ حققت تلك الصناديق عائدًا قدره ١٤,٤٩٪ وفي عام ١٩٩٠م حققت أداء قدره ١٠,٩٧٪ في الوقت الذي حقق فيه أداء الأسهم خسارة قدرها ٣,١٤٪ [(١)] .

**صناديق رأس المال المخاطر Venture capital Funds** : هي صناديق غالبًا ما يكون مستقبل أداءها احتماليًا ، ولا تعني هذه التسمية أن الأنواع الأخرى من الصناديق بدون مخاطر أو أنها أقل مخاطر من هذه الصناديق بل ترجع هذه التسمية إلى كون هذه الصناديق تستثمر في مشروعات تحت التأسيس أو في تكنولوجيا حديثة الاكتشاف .

ومن الجدير بالذكر أن الهدف من هذه الصناديق قد يأخذ شكل مساهمات في مشروعات صغيرة ذات احتمالات نمو كبيرة .

**ب - الصناديق المحملة وغير المحملة Load and No - Load Funds** : صناديق الاستثمار المحملة هي صناديق تقوم بتسويق إصداراتها من الوثائق من خلال منافذ توزيع ( رجال بيع أو بيوت سمسرة ) في مقابل رسوم شراء يتحملها المستثمر الذي يشترى الوثيقة .

بينما صناديق الاستثمار غير المحملة هي صناديق تقوم بتسويق وثائقها من خلال الإعلان عنها والترويج والدعاية لها في وسائل الإعلان المختلفة وهى بذلك لا تحمل المستثمر أية رسوم شراء إلا أنها قد تحصل أحيانًا على أتعاب لتغطية أعبائها .

**جـ - الصناديق النظيفة Clean Funds** : هي ذلك النوع من الصناديق ذات المسئولية الاجتماعية والتي تتحاشى توجيه أموالها إلى الاستثمار في شركات تصنيع الكحوليات ، أو تصنيع التبغ أو تصنيع المنتجات المرتبطة بالحروب كالأسلحة ، أو الشركات المضطلعة ببناء مفاعلات نووية ، أو الشركات التي ينتج عن عمليات تصنيعها منتجات يتخلف عنها نفايات تضر بالبيئة .

وقد يصل الأمر ببعض هذه الصناديق إلى تحمل درجة أكبر من المسئولية الاجتماعية من خلال الاستثمار فقط في الشركات التي توفر بيئات عمل جيدة للعاملين بها .

وترجع أصول أو جذور الاستثمار ذي المسئولية الاجتماعية ، إلى تلك الأيام التي اعتبرت فيها صناعة الكحوليات والتبغ والأسلحة النارية بأنها المتهمة لما يسمى بالمجتمع المتفسخ .

---

(١) نشأت معوض بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق ج٢ ص١٩ .

واليوم على الرغم من تغير الصناعات التي تتجه صناديق الاستثمار للإحجام عن الاستثمار فيها فإن الافتراض يبقى قائمًا بعدم تأييد ما يسمى بالأسهم المذنبة أو الخاطئة حيث تشير بعض التقديرات إلى أنه في نهاية عام ١٩٩٠م تم استثمار ما يزيد على ٥٠٠ بليون دولار في الولايات المتحدة الأمريكية في الأوراق المالية المناصرة للحفاظ على البيئة والمناهضة للحروب ، والمناوئة لفكرة التمييز العنصري (١) .

ويمثل جمهور المستثمرين في الصناديق ذات المسئولية الاجتماعية عامة الشعب من الأفراد والمؤسسات وصناديق المعاشات والمدرسين .

ويعتبر صندوق مجموعة ( كاليفرث ) بولاية ميرلاند الأمريكية واحدًا من أقدم هذه الصناديق حيث بدأ نشاطه عام ١٩٨٢م .

ولقد جذب السجل الأدائي لهذا الصندوق انتباه بعض المتشككين من الذين لم يعتقدوا بإمكانية الاستثمار على أسس أخلاقية وتحقيق عائد تنافسي .

ومنذ تأسيس هذا الصندوق حتى فبراير ١٩٩٠م بلغ متوسط العائد السنوي له تأسيسًا على صافي قيمة أصوله ١٣,١٣٪ (٢) .

كما أظهرت التقارير أن الصناديق ذات المسئولية الاجتماعية تحقق عوائد متوسطة على الاستثمار ففي الفترة من ( ٢٨ فبراير ١٩٨٩م ) وحتى ( ٢٨ فبراير ١٩٩٠م ) حقق صندوق Pax World Fund عائدًا سنويًا قدره ١٨,٤٩٪ وصندوق Dreyfus Third Century عائدًا سنويًا قدره ١٣,٢٣٪ وصندوق New Alternatives Funds عائدًا سنويًا قدره ١٢,٨ وصندوق Clavert's Managed Growth Fund عائدًا سنويًا قدره ١١,٧٤٪ (٣) .

**هـ - الصناديق الإسلامية** Islamic Funds : وهي صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلًا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيًا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية .

**و - صناديق الاستثمار في قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م** : تتخذ صناديق الاستثمار وفقًا لقانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م أحد شكلين :

(١) Dian Fujovich, Op. cit, PP. 113-119.

(٢) Ibid. P. 119.

(٣) Ibid. P. 119.

**الأول : صناديق استثمار الشركات المساهمة** : وهي صناديق مغلقة تتخذ شكل الشركة المساهمة برأس مال نقدي وتتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتتداول وثائقها في سوق الأوراق المالية .

**الثاني : صناديق استثمار البنوك وشركات التامين** : وهي صناديق استثمار مفتوحة تنشئها البنوك وشركات التأمين بحسب الأحوال ولا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن الجهة المالكة لها ، وإن كانت تتمتع بالاستقلال التام في حساباتها وإدارتها ويتم استرداد قيمة وثائقها من خلال الصندوق نفسه .

وتمثل هذه الصناديق أحد الأنشطة التي يباشرها البنك أو شركة التأمين بحسب الأحوال .

وتهدف صناديق الاستثمار بنوعيها إلى استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية المقيدة في البورصة والأوراق المالية الحكومية والأوراق المالية لشركات قطاع الأعمال العام ، ولا يجوز لها مزاولة أية عمليات مصرفية وعلي وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة .

كما لا يجوز لها أن تتعامل في القيم المنقولة الأخرى ، أو في غيرها من مجالات الاستثمار إلا بترخيص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ، وفي حدود نسبة الاستثمار التي يقررها علي أن يقدم الصندوق دراسة تتضمن بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات الأخرى التي يرغب الاستثمار فيها ، ومبررات ذلك ونتائج الاستثمار المتوقعة .

ويلخص الجدول التالي أهم مجالات التفرقة بين صناديق استثمار الشركات المساهمة وصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين من خلال التشريعات الحاكمة لها بنصوص قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية : -

## جدول رقم ( ٢٥ )

## ملخص مقارنة لأهم مجالات التفرقة بين صناديق استثمار الشركات المساهمة وصناديق استثمار البنوك المنشأة بالقانون المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م

| م | وجه المقارنة | صناديق استثمار الشركات المساهمة | صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين |
|---|---|---|---|
| ١ | جهة التأسيس | شركة صندوق الاستثمار | بنك أو شركة تأمين |
| ٢ | الشكل القانوني | شركة مساهمة | أحد أنشطة البنك أو شركة التأمين |
| ٣ | رأس المال | يمثل رأس المال الصندوق خمسة ملايين جنيه مصري على الأقل مدفوعة بالكامل | يمثل المبلغ المخصص لمزاولة النشاط خمسة ملايين جنيه مصري على الأقل مدفوعة بالكامل |
| ٤ | أموال المستثمرين | يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين وثائق استثمار بحد أقصى عشرة أمثال رأس مال الشركة . | يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين وثائق استثمار بحد أقصى عشرون مثل المبلغ المخصص لمزاولة النشاط . |
| ٥ | قيد وتداول واسترداد وثائق الاستثمار | يتم قيد وتداول الوثائق بالبورصة ويتم استردادها طبقًا لأسعار تداولها فيها ، ويجوز استردادها من الصندوق إذا تضمنت نشرة الاكتتاب حق حامل الوثيقة في استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها بقيمتها الصادرة بها أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة أيهما أقل ، ولا يجوز إصدار وثائق بديلة للوثائق التي يتم استردادها . | لا يتم قيد وتداول الوثائق بالبورصة ، ويتم استردادها من خلال الصندوق طبقًا للنظام الذي يضعه ، وفقًا للقيمة الاستردادية للوثيقة ، ويجوز إصدار وثائق بديلة للوثائق التي تم استردادها وفقًا لنظام الصندوق وفي حدود الحد المرخص به . |
| ٦ | الاحتفاظ بالأوراق المالية | يجب الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري ، على أن لا يكون هذا البنك مالكا أو مساهمًا في الشركة المالكة للصندوق أو الشركة التي تتولى إدارة نشاطه ، وعلى أن يقدم الصندوق إلى الهيئة العامة لسوق المال بيانًا عن تلك الأوراق معتمدًا من البنك على النموذج الذي يضعه مجلس إدارة الهيئة | يجوز للبنك المنشئ للصندوق أن يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها ، أو الاحتفاظ بها لدى أي بنك من البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي . |
| ٧ | الاستثمار في صناديق الاستثمار | لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق من وثائق استثمار صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠٪ من أمواله وبما لا يجاوز ٥٪ من أمول كل صندوق | لا يجوز للصندوق استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى المنشأة بأي منهما ، أو في صناديق الاستثمار التي تنشئها أو تساهم فيها بنوك أو شركات يساهم فيها ذات البنك أو شركة التأمين |

# صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية
## بين النظرية والتطبيق




## النماذج العملية المعاصرة لصناديق الاستثمار

( ويضم تمهيدًا ، وأربعة مباحث )

**تمهيد**

**المبحث الأول :** صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني .

**المبحث الثاني :** شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار - الإصدار الأول .

**المبحث الثالث :** شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية .

**المبحث الرابع :** صندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار .

* * *




## تمهيد

بصدور قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بدأت البنوك وشركات التأمين وغيرها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في إنشاء صناديق الاستثمار ، فحصل صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول على ترخيص هيئة سوق المال في ٢٦/٦/١٩٩٤م وبعدها صدرت التراخيص تباعًا لصناديق الاستثمار ، حتى بلغ عددها بنهاية عام ١٩٩٩م عشرون صندوقًا منها ثمانية عشر صندوقًا مفتوحًا وصندوقين مغلقين [1] .

وتبلغ صناديق البنوك في هذه الصناديق ثمانية عشر صندوقًا ، بينما تبلغ صناديق شركات التأمين صندوقًا واحدًا ممثلًا في صندوق شركة المستثمرون المتحدون للتأمين ، أما الصندوق الأخير فهو صندوق شركة أورينت تراست ويتخذ شكل شركة المساهمة [2] .

وتختلف هذه الصناديق من حيث أهدافها ، فمنها : ثلاثة صناديق تهدف إلى تحقيق عائد دوري وخمسة صناديق تهدف إلى تحقيق نمو رأسمالي فضلًا عن اثني عشر صندوقًا يهدفون إلى تحقيق عائد دوري بالإضافة إلى النمو الرأسمالي [3] .

ورغم تعدد هذه الصناديق إلا أنه لا يوجد فيها أي صندوق إسلامي ، بالرغم من انتشار هذه النوعية من الصناديق عالميًا .

فقد عرفت البحرين إنشاء أول صندوق استثمار إسلامي في العالم العربي من خلال شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية ، وبعدها نشأ تباعًا العديد من الصناديق الإسلامية .

فأنشأ البنك الإسلامي للتنمية بجدة صندوق حصص الاستثمار ؛ فضلًا عن إنشاء جميع البنوك في السعودية لصناديق استثمار تتعامل في استثمارات مباشرة ، وقد بلغ عددها حوالي ٧٢ صندوقًا [4] .

---

(١ - ٢) انظر : جدول رقم ( ٣٦ ) من هذا الفصل . ومن الجدير بالذكر أن صندوق شركة المستثمرون المتحدون للتأمين تم تعديل اسمه حاليًا إلى « صندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين » .

(٣) انظر : د . محمد عبد الحليم عمر المعالجة الحسابية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل ، مركز صالح عبد الله كامل جامعة الأزهر القاهرة ( السبت١٣ من ذي القعدة سنة ١٤١٧هـ = ٢٢ من مارس ١٩٩٧م ) ص٣٨ .

(٤) انظر : يوسف كمال محمد ، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج ، مرجع سابق ص٢١٧ .

وأنشأ بنك فيصل الإسلامي البحرين صندوق استثمار الأسهم الدولية ، وأنشأت مؤسسة روبرت فليمنج صندوق أواسيز Oasis ، وأنشأت مؤسسة كلاينورت بنسون ، والشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي صندوق الميزان [١] .

كما أنشأت مجموعة PFM البريطانية صندوق استثمار ابن خلدون ، وأنشأ بنك ناشيونال دوباري صندوق Caravan [٢] .

كما أنشأت شركة المستثمر الدولي بالكويت صندوق استثمار المستثمر الدولي [٣] .

ومن خلال هذا الفصل ، وفي ضوء ما أتيح لدينا من بيانات سوف نتعرض لعدد من النماذج العملية المعاصرة لصناديق الاستثمار المصرية والإسلامية ، وذلك من خلال المباحث الآتية :

**المبحث الأول : صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني .**

**المبحث الثاني : شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار – الإصدار الأول .**

**المبحث الثالث : شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية .**

**المبحث الرابع : صندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار .**

* * *

---

(١) انظر : النشرة الأسبوعية الإدارة العامة للبحوث الاقتصادية بنك فيصل الإسلامي المصري القاهرة ، العدد ٤٥٤ ١٩٩٦/٢/١١م ص٤ – ٥ .

(٢) انظر : د . فخر الدين على الفقي وآخرون ، دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٦١ ٦٨ ١٤٧ .

(٣) صندوق استثمار البنك الأهلي المصري – الثاني ( تقارير غير منشورة ) .

صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني هو صندوق بالجنيه المصري ذو عائد دوري .

وهو أحد الأنشطة المصرفية المرخص بها للبنك الأهلي المصري بموجب قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية وبموجب موافقة البنك المركزي المصري المؤرخة في ١٩٩٣/٧/١٤م ، وموافقة الهيئة العامة لسوق المال بالترخيص رقم ٧٠ في ١٩٩٥/٦/١٢م بهدف الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية المحلية والدولية من أسهم وسندات تحت إدارة خبراء متخصصين لمدة خمسة وعشرين عامًا من بدء ترخيص الهيئة وبحجم للصندوق قدره ( ٢٠٠ مليون جنيه مصري ) تم زيادته في يناير ١٩٩٧م إلى ( ٣٠٠ مليون جنيه مصري ) ، وتم اعتبار الصندوق ذي رأس مال مفتوح من تاريخ ١٣نوفمبر ١٩٩٧م .

## أولًا : رأس مال الصندوق المجنب

خصص البنك الأهلي مبلغ عشرة ملايين جنيه مصريًّا لمزاولة نشاط الصندوق ممثلة في١٠٠ ألف وثيقة قيمتها الاسمية ١٠٠جم للوثيقة الواحدة وقد اكتتب في هذه الوثائق بالكامل وهى غير قابلة للاسترداد إلا في نهاية مدة الصندوق .

ومع زيادة حجم الصندوق في يناير ١٩٩٧م تم زيادة رأس المال الصندوق المجنب بمبلغ خمسة ملايين جنيه أخرى ممثلة في ٤٣٩٩٥ وثيقة تم الاكتتاب فيها بالكامل لصالح البنك بالقيمة الاستردادية وقت الاكتتاب .

## ثانيًا : وثائق استثمار الصندوق

يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين وثائق اسمية من فئة : ( ١، ٥ ، ١٠ ، ٢٥ ، ٥٠ ، ١٠٠ وثيقة ) ، وتمثل كل وثيقة حصة نسبية في صافي أصول الصندوق تتساوى مع مثيلاتها من الوثائق الأخرى ، كما أن هذه الوثائق تخول للمستثمرين حقوقًا متساوية قبل الصندوق ويشارك حاملوها في أرباح وخسائر الصندوق بالإضافة إلى صافي أصول الصندوق كل بنسبة ما يملكه من وثائق وتعتبر كل وثيقة غير قابلة للتجزئة والشراء ، أو البيع ين حامليها .

## ثالثًا : الاكتتاب العام في وثائق استثمار الصندوق

طرح الصندوق في ١٩٩٥/٨/٦م ولمدة شهرين من خلال البنك الأهلي المصري ومكاتبه ومراسليه المخصصين للتعامل في وثائق الصندوق مليونًا وتسعمائة ألف وثيقة للاكتتاب العام بقيمة اسمية مائة جنيه للوثيقة على أن يكون الحد الأدنى للاكتتاب خمس وثائق والحد الأقصى خمسين ألف وثيقة ، وقد تم زيادة هذه الوثائق لعدد ( ٨٣٣٣٢١ وثيقة ) بالقيمة الاستردادية وقت الاكتتاب .

هذا وقد بلغ عدد الوثائق الكلية القائمة للصندوق في ١٩٩٨/١٢/٣١م ( ٧٥٢,٣٥٣,٢ ) وثيقة بقيمة استردادية للوثيقة ( ٧٨,٣٠ جنيهًا مصريًا ) وبصافي أصول للصندوق ( ٧٧٩,٣٠٦,١٨٤ جنيهًا مصريًا ) .

## رابعًا : القيمة الاستردادية والقيمة البيعية لوثائق الاستثمار

يمكن لصاحب الوثيقة أن يسترد قيمة جميع أو بعض الوثائق التي اكتتب فيها لدى تقديمها خلال مواعيد العمل الرسمية إلى فروع البنك الأهلي ومكاتبه ومراسليه المخصصين لهذا الغرض .

وتتحدد قيمة الاسترداد على أساس نصيب الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية آخر يوم عمل مصرفي من الأسبوع السابق على تقديم الوثيقة للاسترداد على النحو الوارد بالجدول التالي رقم ( ٢٦ ) :

## جدول رقم ( ٢٦ )

## قائمة حساب القيمة الاستردادية لوثيقة استثمار صندوق البنك الأهلي المصري - الثاني [١]

| بيــــــــان | قيمـــــة | | |
|---|---|---|---|
| | جزئي | جزئي | كلي |
| * النقدية بالخزينة والبنوك | | | × × × |
| ❑ يضاف | | | |
| ● قيمة الاستثمارات المتداولة في الأوراق المالية : | | | |
| – أوراق مالية قصيرة في البورصة | × | | |
| – أذون الخزانة | × | | |
| – وثائق الاستثمار في صناديق بنوك وشركات تأمين أخرى | × | | |
| – أوراق مالية غير مقيدة | × | | |
| ● أصول طويلة الأجل | × | | |
| – ( مجمع إهلاك ) . | (×) | × × | |
| ● إجمالي إيرادات النشاط : | × | | |
| – عائد الاستثمار في الأوراق المالية | × | | |
| – الأرباح من بيع الأوراق المالية | × | | |
| – إيرادات أخرى | | × × | |
| ❑ يخصم : | | | |
| ● بنوك دائنة | (×) | | |
| ● مخصصات | (×) | | |
| ● التزامات متداولة أخرى | (×) | (× ×) | |
| ❑ مصروفات التشغيل : | | | |
| ■ مصروفات تسويق وإعلان | (×) | | |
| ■ مصروفات إدارية وعمومية | (×) | | |
| ■ مصروفات تمويل | (×) | | |
| ■ عمولات سمسرة | (×) | | |
| ■ أتعاب مدير الاستثمار | (×) | (× ×) | (× × ×) |
| ❑ القيمة الاستردادية للوثائق : | | | |
| ❑ القيمة الاستردادية للوثيقة = القيمة الاستردادية | | | × × × |
| للوثائق ÷ عدد الوثائق | | | × × |

(١) المصدر : نشرة اكتتاب صندوق استثمار البنك الأهلي المصري - الأول .

**ويلاحظ أن عناصر القائمة السابقة يتم تقييمها وفقًا لما يلي :**

١ - يتم تقييم الأوراق المالية المقيدة بالبورصة على أساس أسعار الإقفال في البورصة السارية وقت التقييم ، وفي حالة تعدد أسعار التداول في ذلك اليوم يتم التقييم على أساس المتوسط المرجح لكميات وأسعار التداول والإقفال في هذا اليوم .

على أنه في حالة عدم وجود تعامل علي ورقة مالية أو أكثر لفترة لا تقل عن شهر ؛ يجوز لمدير الاستثمار تقييم هذه الأوراق المالية بأقل من السعر المحدد في الفترة السابقة بما لا يجاوز ١٠٪ من هذا السعر .

٢ - يتم تقييم أذون الخزانة على أساس صافي القيمة الحالية .

٣ - يتم تقييم وثائق الاستثمار في صناديق بنوك وشركات تأمين أخرى على أساس آخر قيمة استردادية معلنة .

٤ - يتم تقييم الأوراق المالية غير المقيدة التي يجرى تعامل عليها مرة كل أسبوعين علي الأقل بآخر سعر تداول ما لم تكن قيمة الورقة لأحد طرق التقييم المقبولة أقل فيتم التقييم بالقيمة الأقل .

٥ - يتم تقييم الأوراق المالية غير المقيدة التي لا يجري تعامل عليها مرة كل أسبوعين بالتكلفة أو القيمة طبقًا لأحد طرق التقييم المقبولة أيهما أقل .

٦ - تستخدم أسعار السوق المصرفية الحرة لأغراض التقييم عند تحديد المبلغ المعادل بالجنيه المصري للأوراق المالية الأجنبية ، أو الأوراق المالية المصرية الصادرة بعملة أجنبية .

٧ - يتم تقييم باقي عناصر الأصول والالتزامات وفقًا للقواعد المحاسبية الدولية .

هذا ومن الجدير بالذكر أن القيمة البيعية التي تصدر بها الوثائق المباعة بدلًا من الوثائق المستردة تتحدد بنفس طريقة احتساب القيمة الاستردادية للوثائق على أساس نصيب الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية آخر يوم عمل مصرفي من الأسبوع السابق .

## خامسًا : أرباح وثائق الاستثمار

يوزع الصندوق على حاملي الوثائق دخلًا دوريًا ربع سنوي في نهاية شهور مارس ويونيه وسبتمبر وديسمبر من كل عام من صافي الأرباح ربع السنوية المحققة والتي يتم احتسابها ، كما في الجدول التالي رقم ( ٢٧ ) :

**جدول رقم ( ٢٧ )**

**قائمة احتساب صافي الربح لوثائق استثمار صندوق استثمار**

**البنك الأهلي المصري - الثاني [١]**

| بيـــــان | قيمـــة | | |
|---|---|---|---|
| | جزئي | جزئي | كلي |
| * الأرباح الناتجة عن بيع الأوراق المالية | | × × | |
| * يضاف : | | | |
| ● كوبونات محصلة ومستحقة | | × × | |
| ● عوائد الودائع المحصلة والمستحقة وأية عوائد أخرى . | | × × | |
| ● صافي الزيادة الرأسمالية في قيمة وثائق استثمار صناديق البنوك والسندات . | | × × | |
| ● ٥٠٪ كحد أقصى من صافي الزيادة الرأسمالية في قيمة الأسهم ووثائق استثمار صناديق الشركات المساهمة . | | × × | |
| * يطرح : | | | |
| ● المصروفات الفعلية : | | | |
| – مصروفات تسويق وإعلان . | (×) | | |
| – مصروفات إدارية وعمومية . | (×) | | |
| – مصروفات التمويل . | (×) | | |
| – عمولات السمسرة . | (×) | | |
| – عمولات البنك . | | (× ×) | |
| – أتعاب مدير الاستثمار . | | (× ×) | |
| ● خسائر بيع الأسهم والسندات ووثائق استثمار الصناديق الأخرى . | | (× ×) | (× ×) |
| ● مخصصات الالتزامات المحتملة وتقلبات أسعار السوق . | | | |
| ❑ صافي الربح | | | |

---

(١) المصدر : نشرة اكتتاب صندوق استثمار البنك الأهلي المصري – الثاني .

ويلخص الجدول التالي رقم ( ٢٨ ) التطور في أسعار وثائق استثمار الصندوق ، وكذلك التوزيعات خلال فترات دورية نصف سنوية من بداية النشاط حتى ٣١/١٢/١٩٩٨م .

**جدول رقم ( ٢٨ )**

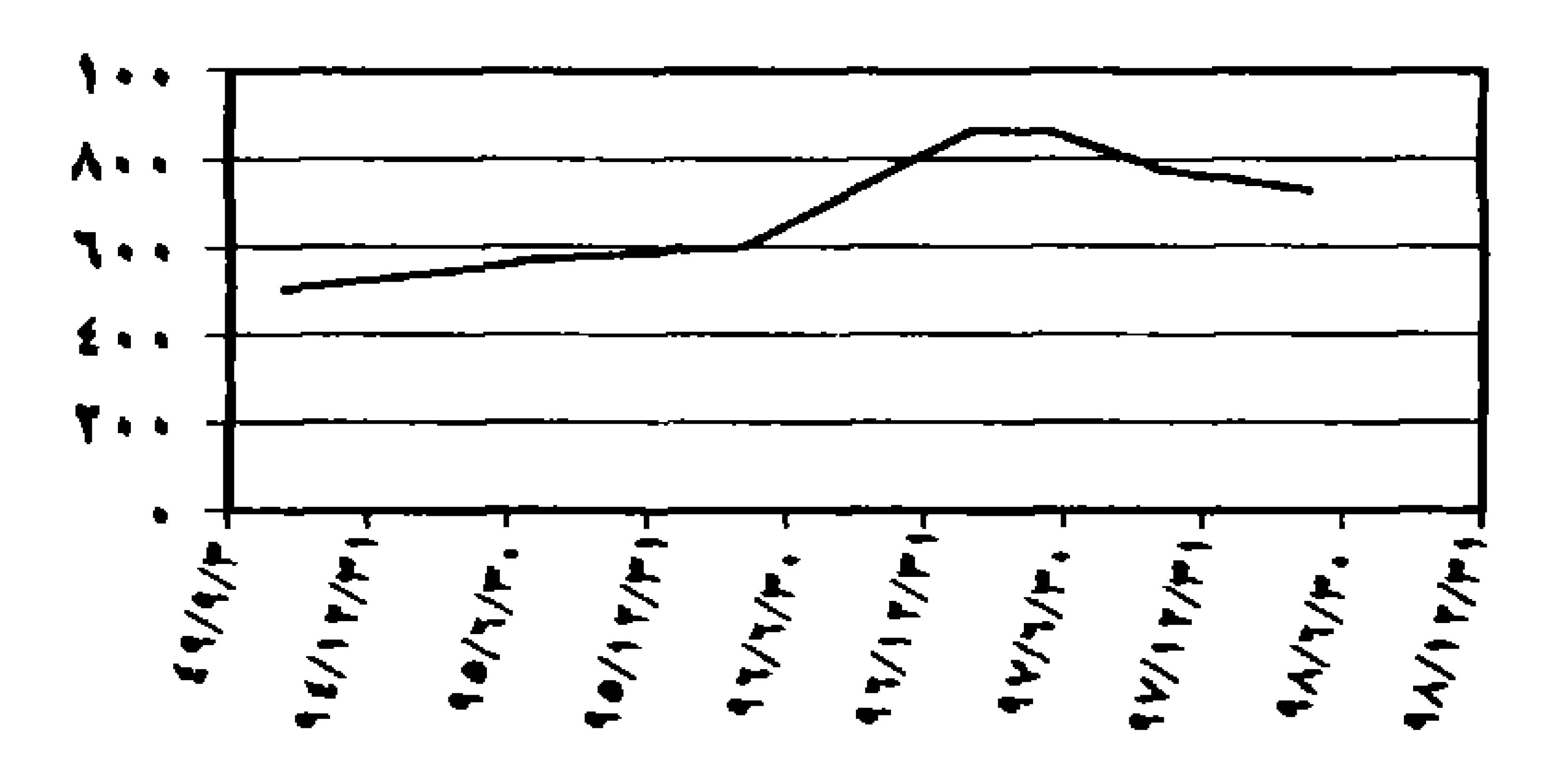
**التطور النصف سنوي في أسعار وثائق صندوق البنك الأهلي المصري - الثاني والتوزيعات من بدء النشاط حتى نهاية شهر ديسمبر ١٩٩٨م [١]**

| التاريخ الميلادي | سعر الوثيقة بالجنيه المصري | إجمالي التوزيعات (تراكمي) | سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات | التغير في سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات عن القيمة الأسمية للوثيقة ( تراكمي ) | | التغير النصف سنوي في سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ |
| ٤/١٠/١٩٩٥م ( بدء النشاط ) | ١٠٠,٠٠ | – | ١٠٠,٠٠ | – | – | – | – |
| ٣١/١٢/١٩٩٥م | ١٠٤,٧٠ | ٣,٢٥ | ١٠٧,٩٥ | ٧,٩٥ | ٧,٩٥ | ٧,٩٥ | ٧,٩٥ |
| ٣٠/ ٦/١٩٩٦م | ١٠٢,٧٠ | ٥,٨٠ | ١٠٨,٥٠ | ٨,٥٠ | ٨,٥٠ | ٠,٥٥ | ٠,٥١ |
| ٣١/١٢/١٩٩٦م | ١١٧,٢٥ | ١٥,٠٠ | ١٣٢,٢٥ | ٣٢,٢٥ | ٣٢,٢٥ | ٢٣,٧٥ | ٢١,٨٩ |
| ٣٠/ ٦/١٩٩٧م | ١١٢,٧٠ | ٤٠,١٠ | ١٥٢,٨٠ | ٥٢,٨٠ | ٥٢,٨٠ | ٢٠,٥٥ | ١٥,٥٤ |
| ٣١/١٢/١٩٩٧م | ١٠١,٢٥ | ٦٠,١٠ | ١٦١,٣٥ | ٦١,٣٥ | ٦١,٣٥ | ٨,٥٥ | ٥,٦٠ |
| ٣٠/ ٦/١٩٩٨م | ٨٠,٥٠ | ٦٠,٤٠ | ١٤٥,٩٠ | ٤٥,٩٠ | ٤٥,٩٠ | ١٠,٤٥ | ٩,٥٨ |
| ٣١/١٢/١٩٩٨م | ٧٨,٣٠ | ٦٠,٤٠ | ١٣٨,٧٠ | ٣٨,٧٠ | ٣٨,٧٠ | ٧,٢٠ | ٤,٩٣ |

ويوضح الشكل البياني التالي رقم ( ١ ) الاتجاه العام لنمو سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات في الصندوق :

**شكل بياني رقم ( ١ )**

**الاتجاه العام لنمو سعر وثيقة صندوق استثمار البنك الأهلي المصري - الثاني متضمنًا التوزيعات من بدء النشاط حتى نهاية شهر ديسمبر ١٩٩٨م**




(١) المصدر : صندوق استثمار البنك الأهلي المصري – الثاني ( تقارير غير منشورة ) .

ومن خلال بيانات الجدول رقم ( ٢٨ ) والشكل البياني رقم ( ١ ) يتضح الآتي : -

١ - بدأ الصندوق نشاطه في ١٩٩٥/١٠/٤م بقيمة اسمية للوثيقة ١٠٠جم وقد بلغ سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات في نهاية ديسمبر ١٩٩٨م مبلغ ١٣٨,٧٠جم بزيادة قدرها ٣٨,٧٠ عن القيمة الاسمية للوثيقة وبنسبة زيادة ٣٨,٧٠٪ خلال فترة ٣٩ شهر تقريبًا أي بمعدل عائد سنوي ١١,٩١٪ وهو ما يفوق معدل العائد على أذون الخزانة [1] .

٢ - بلغ معدل العائد على الوثيقة ( متضمنًا التوزيعات ) في الفترة من بداية الصندوق لنشاطه حتى نهاية ١٩٩٥م نسبة ٧,٩٥٪ ثم تصاعد معدل نمو العائد السنوي على الوثيقة لتصل نسبته عام ١٩٩٦م إلى ٢٢٪ تقريبًا .

وفي عام ١٩٩٧م انخفض هذا المعدل لتصل نسبته إلى ٢١٪تقريبًا واستمر هذا الانخفاض في التزايد ليحقق معدل عائد سلبي في عام ١٩٩٨م نسبته ١٤٪ تقريبًا .

٣ - بلغت أعلى قيمة ارتفاع في سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات عن قيمتها الاسمية في نهاية ديسمبر ١٩٩٧م حيث بلغت قيمة الوثيقة والتوزيعات مبلغ ١٦١,٣٥جم بزيادة قدرها ١٦,٣٥ عن قيمتها الاسمية وبنسبة زيادة ٦١,٣٥ ٪ .

بينما بلغت أقل قيمة ارتفاع في سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات عن قيمتها الاسمية في نهاية ديسمبر ١٩٩٥م حيث بلغت قيمة الوثيقة والتوزيعات مبلغ ١٠٧,٩٥جم بزيادة قدرها ٧,٩٥ جم عن قيمتها الاسمية وبنسبة زيادة ٧,٩٥٪ .

٤ - بلغت أعلى قيمة ارتفاع نصف سنوية في سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات في نهاية ديسمبر ١٩٩٨م بمبلغ ٢٣,٧٥جم وبنسبة ارتفاع ٢١,٨٩٪ بينما بلغت أعلى قيمة انخفاض نصف سنوية في سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات في نهاية يونيه ١٩٩٦م بمبلغ ١٥,٤٥جم وبنسبة انخفاض ٩,٥٨٪ .

٥ - بلغت أعلى قيمة ارتفاع سنوي في سعر الوثيقة متضمنًا التوزيعات في عام ١٩٩٦م بمبلغ ٢٤,٣٠جم وبنسبة ارتفاع ٢٢٪ تقريبًا بينما بلغت أعلى قيمة انخفاض سنوية في سعر الوثيقة في عام ١٩٩٨م بمبلغ ٢٢,٦٥جم وبنسبة انخفاض١٤٪ تقريبًا .

---

( ١ ) بلغ متوسط العائد على أذون الخزانة لمدة ٩١يوم خلال نفس الفترة نسبة ٩,٧٪ تقريبًا ( انظر التقرير السنوي البنك المركزي المصري القاهرة١٩٩٥/١٩٩٦م ص١٢ المجلة الاقتصادية البنك المركزي المصري القاهرة المجلد الحادي والخمسون العدد الثاني ١٩٩٨م ص٢٤ ) .

## سادسًا : مدير الاستثمار

أسند البنك إدارة الصندوق إلى شركة الأهلي لصناديق الاستثمار وهي شركة مساهمة مصرية مؤسسة طبقًا لأحكام قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية .

وقد فوض البنك مدير الاستثمار في الإشراف على الصندوق وإدارة أصوله بما فيها البحث عن أفضل مجالات الاستثمار في الأوراق المالية من الأسهم والسندات وأذون الخزانة في أسواق المال المحلية والعالمية ومنحه في سبيل ذلك اتخاذ كافة القرارات الإدارية والاستراتيجية الخاصة بالصندوق وتقييم وتسعير وثائق الاستثمار وإبلاغ المستثمرين بمراكزهم المالية على فترات دورية .

كما أوجب عليه أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق في الصندوق والبنك والمتعاملين مع الصندوق .

## سابعًا : العمولات والأتعاب

١ - يحصل البنك الأهلي المصري على العمولات التالية :

أ - عمولة ٠,٧٥٪ سنويًا من القيمة الصافية لأصول الصندوق المعلنة وتحتسب وتقيد وتدفع كل ثلاثة شهور وذلك مقابل تحمله بكافة المصروفات الفعلية المرتبطة بنشاط الصندوق بخلاف عمولة حفظ الأوراق المالية وتحصيل الشيكات وخلافه من العمولات المصرفية .

ب - مصاريف استرداد بنسبة ٠,٥٠٪ من القيمة الاستردادية لوثائق الاستثمار تورد لحساب فروع البنك التي يتم الاسترداد عن طريقه .

٢ - يحصل الصندوق على مصاريف استرداد بنسبة ٠,٢٥٪ من القيمة الاستردادية للوثيقة .

٣ - يتقاضى مدير الاستثمار أتعاب إدارة تقدر بنسبة مئوية من قيمة محفظة الصندوق المقيمة ربع سنويًا تتراوح بين نسبة ٠,٣٪ ( ثلاثة في الألف ) ونسبة ٠,٩٪ (تسعة في الألف ) سنويًا وبحد أدنى ٠,٦٪ ( ستة في الألف ) سنويًا وتسدد الأتعاب للمدير ربع سنويًا وطبقًا للشرائح الواردة في الجدول التالي رقم ( ٢٩ ) : -

**جدول رقم ( ٢٩ )**

**شرائح أتعاب مدير الاستثمار في صندوق البنك الأهلي المصري - الثاني [(١)]**

| بيـــــان | في الأسهم | في غير الأسهم |
|---|---|---|
| ◻ الشريحة الأولى حتى ١٠٠ مليون جنيه | ٠,٩٪ | ٠,٤٪ |
| ◻ الشريحة الثانية من١٠٠إلى٢٠٠ مليون جنيه | ٠,٨٪ | ٠,٣٥٪ |
| ◻ الشريحة الثالثة أكثر من ٢٠٠ مليون جنيه | ٠,٧٪ | ٠,٣٪ |

## ثامنًا : السياسة الاستثمارية للصندوق

يتبع الصندوق سياسة استثمارية تستهدف تحقيق وتوزيع أكبر عائد ممكن مع المحافظة على رأس المال وذلك من خلال تنويع الاستثمارات بالعملة المحلية والأجنبية ؛ لتخفيض المخاطر ملتزمًا في ذلك بالشروط الواردة في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م .

**وتتسم أهم جوانب هذه السياسة فيما يلي :**

١ - استثمار جزء من أموال الصندوق في الأوراق المالية للشركات بسوق الأوراق المالية وبشرط أن تكون هذه الشركات تحقق أرباحًا .

٢ - استثمار جزء من أموال الصندوق في شراء أسهم بعض شركات قطاع الأعمال العام والتي ستقوم الحكومة ببيعها مع التركيز على الشركات ذات احتمالات النمو الكبير وكذا حصص مساهمات شركات قطاع الأعمال العام في الشركات المشتركة التي تتوافر لديها عوامل النجاح .

٣ - الاستثمار في كافة الأوراق المالية الحكومية .

٤ - الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية .

٥ - الاستثمار في سندات صادرة عن جهات حكومية أو شركات خاصة مصرية ، أو أجنبية مقيدة في البورصات الخاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية ذات اختصاصات شبيهة باختصاصات الهيئة العامة لسوق المال .

٦ - ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن١٠٪ من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة .

---

**( ١ ) المصدر :** نشرة اكتتاب صندوق البنك .

٧ - ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠٪ من أمواله وبما لا يجاوز ٥٪ من أموال الصندوق المستثمر فيه .

٨ - أن يتم اختيار الأوراق المالية المستهدف شراؤها من واقع قائمة الأوراق المالية التي تعد بناء على دراسات دقيقة لأوضاع هذه الأوراق .

**ويجوز أن تتضمن هذه القائمة أوراقًا مالية مملوكة للبنك الأهلي المصري بالشروط الآتية :**

أ - أن يتم الإعلان عن الجهة مصدرة هذه الأوراق .

ب - أن يتم الإعلان عن هذه الأوراق بالقيمة العادلة وفقًا لما يقر بصحته مراقب حسابات البنك .

جـ - أن يكون الشراء على أساس سعر السوق طبقًا لآخر سعر إقفال معلن في نشرة البورصة عند تاريخ الشراء أو طبقًا لما يقرره مراقبا حسابات الصندوق للأوراق المالية غير المدرجة في البورصة وغير المحظور شراؤها كالأوراق المالية الحكومية والأوراق المالية لشركات قطاع الأعمال المال العام .

٩ - أن يتم شراء أو بيع الأوراق المالية من خلال السماسرة المعتمدين للصندوق .

ويظهر الجدول رقم ( ٣٠ ) والشكل البياني رقم ( ٢ ) التاليان الأهمية النسبية للتوظيف في قنوات الاستثمار المختلفة في الصندوق في ١٩٩٨/١٢/٣١م : -

**جدول رقم ( ٣٠ )**

**الأهمية النسبية للتوظيف في قنوات الاستثمار المختلفة في صندوق استثمار البنك الأهلي المصري - الثاني في ١٩٩٨/١٢/٣١ م [١]**

( القيمة بالألف جنيه مصري )

| م | قنوات الاستثمار | قيمة | ٪ |
|---|---|---|---|
| ١ | أسهم | ٨٢٦٣٧ | ٤٤,٣٥ |
| ٢ | سندات | ٦٠٦٦٨ | ٣٢,٥٦ |
| ٣ | ودائع لأجل بالبنوك | ٢٤١٠٥ | ١٢,٩٤ |
| ٤ | وثائق استثمار لدى صناديق أخرى | ١٦٩٢٨ | ٩,٠٨ |
| ٥ | حسابات جارية بالبنوك | ١١٣٨ | ٠,٦١ |
| ٦ | أرصدة مدينة أخرى | ٨٥٦ | ٠,٤٦ |
| | إجمـــالـــي | ١٨٦٣٣٢ | ١٠٠٪ |

(١) **المصدر** : صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني ( تقارير غير منشورة ) .

**شكل بياني رقم ( ٢ )**

**الأهمية النسبية للتوظيف في قنوات الاستثمار المختلفة في صندوق استثمار البنك الأهلي المصري - الثاني في ٣١/١٢/١٩٩٨م**

٥١٨٧ ٢٠٣٨ ١٩٣٧ ٧٠٢ ١٠٣

أسهم | سندات
ودائع لأجل بالبنوك | وثائق استثمار لدى صناديق أخرى
حسابات جارية بالبنوك | أرصدة مدينة أخرى

ومن خلال الجدول رقم ( ٣٠ ) والشكل البياني رقم ( ٢ ) السابقين يتبين أن الأسهم تمثل المرتبة الأولى في تكوين الصندوق لمحفظته الاستثمارية حيث بلغت نسبتها ٤٤,٣٥٪ .

ومن أهم الأسهم التي يستثمر الصندوق أمواله فيها وفقا لبيانات المركز المالي للصندوق في ٣١/١٢/١٩٩٨م أسهم الشركات والمؤسسات الآتية [١] :

أ - المالية والصناعية المصرية          ب - أبو قير للأسمدة .
جـ - أسمنت حلوان          د - مصر للفنادق .
هـ - أسمنت العامرية          و - السويس للأكياس
ز - المجموعة المصرية العقارية          ح - بنك الائتمان
ط - المشروعات الصناعية والهندسية          ي - مينا للاستثمار السياحي والعقاري

ويظهر الجدول رقم ( ٣١ ) والشكل البياني رقم ( ٣ ) التاليان مدى تنويع الصندوق لاستثماراته من خلال التوزيع القطاعي لمحفظة الأسهم بالصندوق في ٣١/١٢/١٩٩٨م :

---

( ١ ) صندوق استثمار البنك الأهلي المصري - الثاني ( تقارير غير منشورة ) .

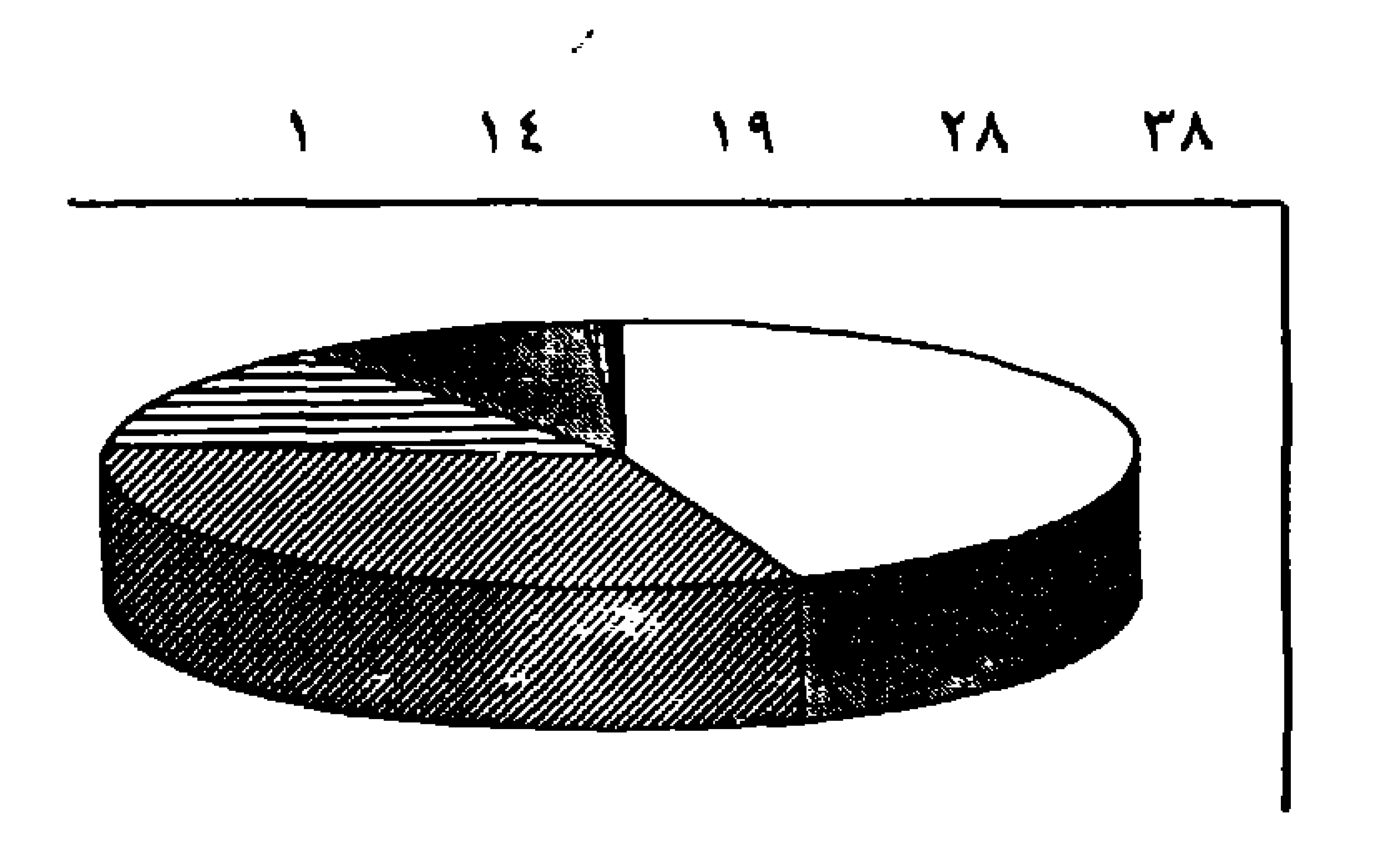
**جدول رقم ( ٣١ )**

**الأهمية النسبية للتوزيع القطاعي لمحفظة الأسهم بصندوق استثمار البنك الأهلي المصري - الثاني في ١٩٩٨/١٢/٣١ م [1]**

| م | القطـــاع | ٪ |
|---|---|---|
| ١ | تعمير وسياحة | ٣٢ ٪ |
| ٢ | الصناعة | ٢٨ ٪ |
| ٣ | البنوك | ١٩ ٪ |
| ٤ | الأسمنت | ١٣ ٪ |
| ٥ | الغذائية | ٧ ٪ |
| ٦ | الأدوية | ١ ٪ |
| | إجمالـــي | ١٠٠٪ |

**شكل بياني رقم ( ٣ )**

**الأهمية النسبية للتوزيع القطاعي لاستثمارات صندوق البنك الأهلي المصري الثاني في ١٩٩٨/١٢/٣١م**




## تاسعًا : أصول الصندوق

أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مفرزة عن أموال البنك الأهلي المصري ويقتصر التزام الصندوق تجاه طلبات استرداد قيمة وثائق المستثمرين على الوفاء من واقع صافي موجوداته بعد دفع مطلوباته تجاه الغير بدون حق الرجوع مهما يكن إلى موجودات مدير

(١) **المصدر** : صندوق استثمار البنك الأهلي المصري – الثاني ( تقارير غير منشورة ) .

الاستثمار ، أو البنك ، أو مستشاري الاستثمار .

ولا يجوز لورثة حامل الوثيقة أو لدائنيه - بأي حجة كانت - أن يطالبوا بوضع الأختام على دفاتر الصندوق أو ممتلكاته ولا أن يطلبوا قسمته أو بيعه ؛ لعدم إمكان القسمة ولا أن يتدخلوا - بأي طريق كانت - في إدارة الصندوق ويجب عليهم في استعمال حقوقهم التعويل على قوائم جرد الصندوق وحساباته المعلنة .

وفي هذا الصدد يحتفظ مدير الاستثمار بالسجلات والحسابات المتعلقة بموجودات والتزامات وأرباح ومصروفات الصندوق التي تخضع جميعها للمراجعة من قبل محاسبين قانونيين كل سنة مالية وتبدأ السنة المالية للصندوق من شهر يناير وتنتهي في آخر ديسمبر من كل عام وتحمل السنة الأولى للصندوق المدة التي انقضت من تاريخ الترخيص للصندوق بمباشرة النشاط حتى تاريخ انتهاء السنة المالية التالية .

## عاشرًا : مراقبا حسابات الصندوق

أسند الصندوق مراقبة حساباته إلى مراقبين للحسابات يتلخص دورهما فيما يلي :

١ - اعتماد القوائم المالية في نهاية كل سنة ميلادية والتي يتم إصدارها خلال الربع الأول من السنة المالية التالية .

٢ - اعتماد التقارير النصف سنوية التي يوافى بها الصندوق الهيئة العامة لسوق المال عن نشاطه ونتائج أعماله على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح للصندوق .

٣ - إعداد تقرير فحص دوري كل ثلاثة شهور على الأكثر عن قائمتي المركز المالي للصندوق في نهاية الفترة وقائمة الدخل عن الفترة على أن يتضمن ما يلي :

أ - رأى مراقبي الحسابات في مدى صحة تعبير القوائم المالية المشار إليها بصورة عادلة عن المركز المالي للصندوق ونتيجة نشاطه .

ب - بيان ما إذا كانت هناك حاجة لإجراء أية تعديلات هامة أو مؤثرة ينبغي إجراؤها علي القوائم المالية المذكورة .

حـ - بيان مدى اتفاق أسس تقويم أصول والتزامات الصندوق وتحديد القيمة الاستردادية لوثائق الاستثمار خلال الفترة موضع الفحص مع الإرشادات الصادرة عن الهيئة العامة لسوق المال في هذا الشأن .

ويخطر الصندوق الهيئة العامة لسوق المال بالتقرير المشار إليه مرفقًا به القوائم المالية خلال الشهر التالي من نهاية الفترة المعد عنها القوائم المالية والتقرير .

## حادي عشر : المعلومات الدورية

١ – ينشر الصندوق ملخصًا وافيًا للتقارير نصف السنوية والقوائم المالية السنوية في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار أحدهما على الأقل باللغة العربية .

٢ – يرسل الصندوق إلى كل صاحب وثيقة كشفًا ربع سنوي يوضح عدد الوثائق التي اكتتب فيها ، والحركة التي طرأت عليها خلال هذه الفترة بالإضافة إلى نشرة تلخص أداء الصندوق متضمنة الأوراق المالية المختلفة التي يستثمر فيها الصندوق وقيمة كل وثيقة كما هي في آخر تقييم معتمد من مراقبي حسابات الصندوق في نهاية ربع السنة المذكور .

## ثاني عشر : إنهاء وتصفية الصندوق

ينقضي الصندوق في الحالات الآتية :

١ – إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى ٥٠٪ من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق استمرار نشاط الصندوق .

٢ – إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار عن ٢٥٪ من العدد المكتتب فيه بغض النظر عن إقرار أغلبية حملة وثائق الصندوق استمرار نشاط الصندوق أو تصفيته .

٣ – إذا رأى البنك الأهلي المصري أن قيمة موجودات الصندوق المستثمرة غير كافية لتبرير مواصلة تشغيل الصندوق أو إذا حدث تغيير في القانون أو إذا طرأت أية ظروف أخرى يعتبرها البنك سببًا مناسبًا لإنهاء وتصفية الصندوق .

على أنه لا يجوز للصندوق وقف نشاطه وتصفية عملياته إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال وذلك بعد التثبت من أن الصندوق أبرأ ذمته نهائيًا من التزاماته وفقًا للشروط والإجراءات التي يحددها مجلس إدارة الهيئة .

وفي مثل هذه الأحوال يجوز للبنك إنهاء الصندوق وذلك بإرسال إشعار للمشتركين وفي هذه الحالة تصفي موجودات الصندوق وتسدد التزاماته ويوزع باقي عوائد هذه التصفية بعد اعتماده من مراقبي حسابات الصندوق على المشتركين بنسبة ما تمثله وثائقهم إلى إجمالي الوثائق الصادرة على أن يتم ذلك في خلال مدة لا تزيد عن ٩ شهور من تاريخ الإشعار .

## المبحث الثاني شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار الإصدار الأول [1]

صندوق شركة أورينت تراست ، هو صندوق مغلق بالجنيه المصري ذو نمو رأسمالي ويتخذ شكل الشركة المساهمة .

وقد أنشئ هذا الصندوق وفقًا لأحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية وترخيص الهيئة العامة لسوق المال رقم ١٠٨ الصادر بتاريخ ١١/١١/١٩٩٥م ؛ بهدف تحقيق أرباح رأسمالية للمستثمر من خلال الاستثمار في محفظة متنوعة من الأسهم بالإضافة إلى السندات وغيرها من الأوراق المالية الأخرى تحت إدارة خبراء متخصصين لمدة خمسة وعشرين عامًا من تاريخ الترخيص للصندوق بمزاولة نشاطه .

### أولًا : رأس مال الشركة

يبلغ رأس مال الشركة المصدر والمدفوع مبلغ عشرة مليون جنيهًا مصريًّا لمزاولة نشاط الشركة للإصدارين ( النمو الرأسمالي والادخاري ذو العائد الدوري ) ممثلًا في عشرة آلاف سهم اكتتب فيها مساهمو الشركة بالكامل بقيمة اسمية للسهم ألف جنيه مصري .

وقد خصصت الشركة مبلغ خمسة ملايين جنيهًا مصريًّا من رأس مالها للاكتتاب في خمسة آلاف وثيقة استثمار في الصندوق بقيمة اسمية خمسة مليون جنيهًا مصريًّا لا يتم التصرف فيها إلا في نهاية مدة الصندوق .

### ثانيًا : وثائق استثمار الصندوق

خصصت الشركة للاكتتاب العام خمسًا وأربعين ألف وثيقة استثمار بقيمة اسمية ألف جنيه مصري للوثيقة .

وهذه الوثائق اسمية ويتم قيدها وتداولها ببورصة الأوراق المالية وتصدر من فئة وثيقة واحدة أو خمسة وثائق ومضاعفاتها وتخول لحامليها حقوق متساوية قبل الصندوق

(١) شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار – الإصدار الأول ( تقارير غير منشورة ) .

فضلًا عن مشاركتهم في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق وفي صافي أصول الصندوق عند التصفية كل بنسبة ما يملكه من وثائق .

وقد تم الاكتتاب في هذه الوثائق من خلال بنك مصر الدولي وفروعه للمصريين والأجانب أشخاصًا طبيعيين ومعنويين ابتداء من ١٩٩٦/١١/٢٧م على أن يكون الحد الأدنى للاكتتاب عشرة وثائق بقيمة اسمية عشرة آلاف جنيهًا مصريًا وبدون حد أقصى .

هذا وقد بلغ عدد الوثائق الكلية القائمة للصندوق في ١٩٩٨/١٢/٣١م ( ٥٠,٠٠٠ ) وثيقة بقيمة استردادية للوثيقة ( ٩٩٠ ) جنيه مصري وبصافي أصول للصندوق ( ٤٩,٥١٨,٦٣١ ) جنيه مصري .

## ثالثًا : تداول وثائق استثمار الصندوق

يتم قيد وتداول وثائق الصندوق ببورصة الأوراق المالية ويقوم الصندوق في يوم العمل الأخير من كل أسبوع بالإعلان في صحيفة يومية صباحية - على الأقل - واسعة الانتشار عن نصيب كل وثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق وذلك طبقًا لسعر الإقفال في نهاية آخر يوم عمل في الأسبوع السابق ويتحدد نصيب كل وثيقة في صافي أصول الصندوق من خلال الجدول التالي رقم ( ٣٢ ) :

**جدول رقم ( ٣٢ )**

**قائمة تحديد نصيب وثيقة استثمار شركة أورينت تراست في صافي أصول الصندوق [(١)]**

| بيان | قيمة | | |
|---|---|---|---|
| | جزئي | جزئي | كلي |
| * إجمالي النقدية بالخزينة والبنوك | | | × × × |
| ❑ يضاف : | | | |
| ● قيمة الاستثمارات المتداولة في الأوراق المالية : | | | |
| – أوراق مالية قصيرة في البورصة | × | | |
| – أذون الخزانة | × | | |
| – أوراق مالية غير مقيدة في البورصة | × | × × | |
| * إجمالي إيرادات النشاط | | | |
| – عائد الاستثمار في الأوراق المالية | × | | |
| – الأرباح الناتجة عن بيع الأوراق المالية | × | × × | |
| ❑ يخصم : | | | |
| ● بنوك دائنة | (×) | | |
| ● مخصصات | (×) | | |
| ● التزامات متداولة أخرى | (×) | (× ×) | |
| ● المصروفات المستحقة التي تخص الفترة ولم تسدد بعد : | | | |
| ■ مصروفات التسويق والدعاية والإعلان | (×) | | |
| ■ عمولات سمسرة | (×) | | |
| ■ المصروفات التمويلية وأتعاب مراقبي الحسابات وأتعاب مدير الاستثمار | (×) | (× ×) | |
| ❑ صافي قيمة أصول الصندوق | | | (× × ×) |
| نصيب الوثيقة في صافي أصول الصندوق = صافي أصول الصندوق / عدد الوثائق | | | × × × / × |

## رابعًا : أرباح وثائق الاستثمار والتوزيعات

صندوق أورينت تراست هو صندوق يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية لحاملي وثائقه ومع ذلك يجوز لشركة أورينت تراست في نهاية العام المالي بالاتفاق مع مدير الاستثمار وفي ظل نشاط سوق الأوراق المالية ، والدخل المحقق والسيولة المتوفرة لدى الصندوق

( ١ ) المصدر : نشرة اكتتاب شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار – الإصدار الأول .
ويتم تقييم بنود القائمة بنفس طرق تقييم بنود قائمة حساب القيمة الاستردادية لوثيقة استثمار صندوق البنك الأهلي المصري الأول ( راجع الفصل الثالث ص١٣٢ – ١٣٣ ) .

تقرير توزيع جزء من صافي الربح المحقق على حملة الوثائق في حالة نمو القيمة الرأسمالية للوثيقة بما يجاوز ١٢٠٠ جنيه للوثيقة أو عندما يفوق معدل النمو الرأسمالي نسبة ٢٠٪ من قيمة الوثيقة عند بدء الاكتتاب مع مراعاة أن يتم حساب قيمة الأوراق المالية التي يستثمرها الصندوق عند إعداد القوائم المالية على أساس القيمة السوقية لها على أن يجنب ٥٠٪ على الأقل من صافي الزيادة في القيمة السوقية كاحتياطي رأسمالي .

ويتم الوصول إلى صافي الربح المحقق في الصندوق من خلال قائمة الدخل كما هو وارد في الجدول التالي رقم ( ٣٣ ) :

**جدول رقم ( ٣٣ )**

**قائمة دخل صندوق استثمار أورينت تراست - الأول [1]**

| بيان | قيمة | |
|---|---|---|
| | جزئي | كلي |
| التوزيعات المحصلة والمستحقة | × | |
| * العوائد المحصلة والمستحقة | × | |
| ( * ) الأرباح ( أو الخسائر ) الناتجة من بيع الأوراق المالية ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى | × | |
| ( * ) الأرباح ( أو الخسائر ) الناتجة عن الزيادة ( أو النقص ) في صافي القيمة السوقية للأوراق المالية ووثائق الاستثمار | × | |
| | | × × |
| يخصم : - | | |
| أتعاب مدير الاستثمار | (×) | |
| المصروفات التمويلية والتسويقية ومصروفات الدعاية والإعلان | (×) | |
| العمولات وأتعاب مراقبي الحسابات | (×) | |
| الضرائب | (×) | |
| | | (× ×) |
| صافي الربح | | × × |

ويلخص الجدول التالي رقم ( ٣٤ ) التطور في أسعار وثائق استثمار الصندوق الأول خلال فترات دورية نصف سنوية من بداية النشاط حتى ١٩٩٨/١٢/٣١م .

---

( ١ ) المصدر : نشرة اكتتاب شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار - الإصدار الأول .

## جدول رقم ( ٣٤ )

**التطور النصف سنوي في أسعار وثائق شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار - الإصدار الأول - من بدء النشاط حتى نهاية ديسمبر ١٩٩٨م [١]**

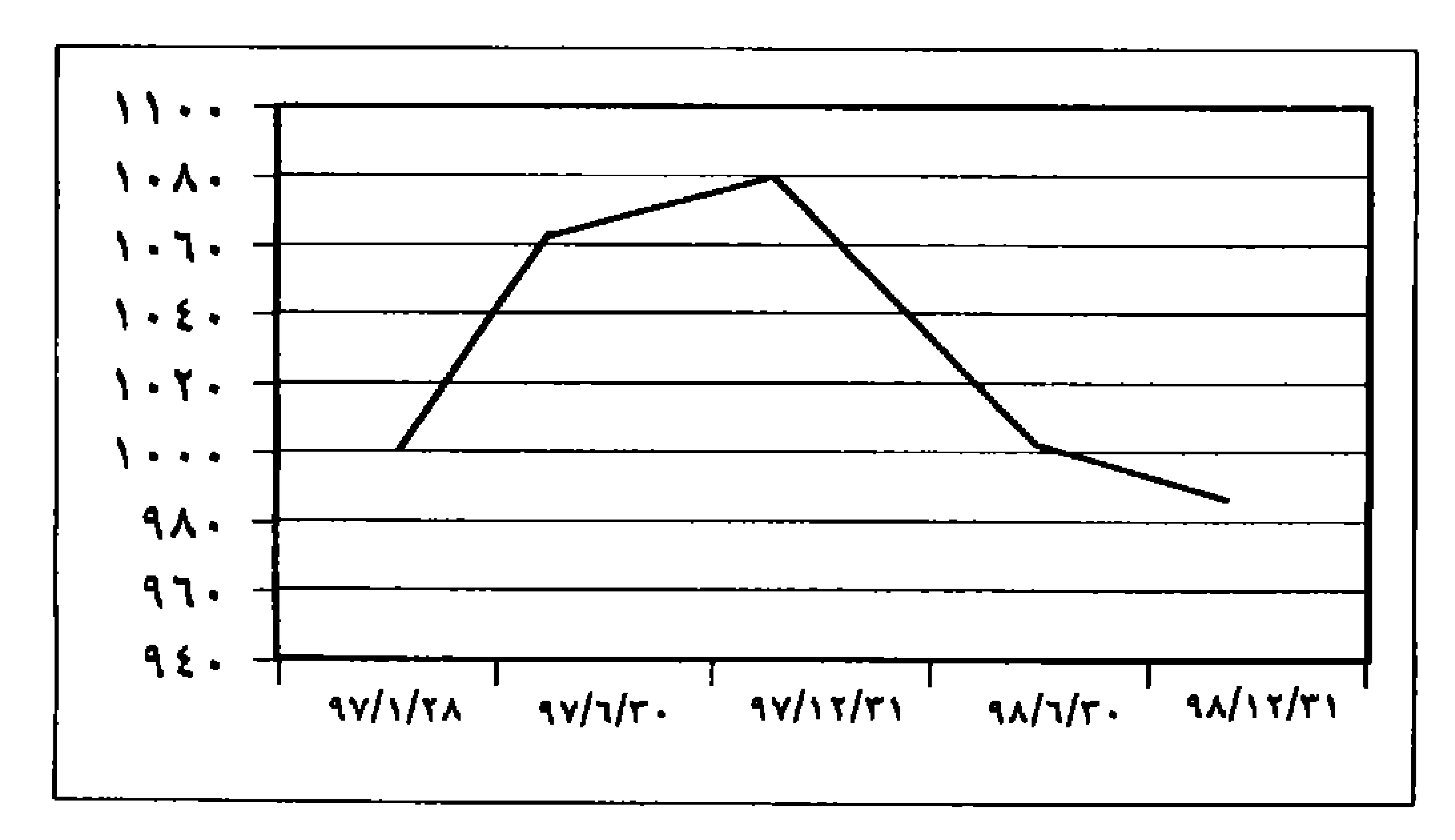
| التاريخ الميلادي | سعر الوثيقة بالجنيه المصري | التغير في سعر الوثيقة عن القيمة الاسمية ( تراكمي ) | | التغير النصف سنوي في سعر الوثيقة | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ |
| ١٩٩٧/١/٢٨ ( بدء النشاط ) | ١٠٠٠ | – | – | – | |
| ١٩٩٧/٦/٣٠ | ١٠٦٨,٥٨ | ٦٨,٥٨ | ٦,٨٦ | ٦٨,٥٨ | ٦,٨٦ |
| ١٩٩٧/١٢/٣١ | ١٠٧٧,٤٢ | ٧٧,٤٢ | ٧,٧٤ | ٨,٨٤ | ٠,٨٣ |
| ١٩٩٨/٦/٣٠ | ١٠٢٦,١٣ | ٢٦,١٣ | ٢,٦١ | (٥١,٢٩) | (٤,٧٦) |
| ١٩٩٨/١٢/٣١ | ٩٩٠,٠٠ | (١٠,٠٠) | (١,٠٠) | (٣٦,١٣) | (٣,٥٢) |

ويوضح الشكل البياني التالي رقم ( ٤ ) الاتجاه العام لنمو سعر الوثيقة في الصندوق .

## شكل بياني رقم ( ٤ )

**الاتجاه العام لنمو سعر الوثيقة في شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار**

**- الإصدار الأول - من بدء النشاط حتى نهاية ديسمبر ١٩٩٨م**




ومن خلال بيانات الجدول رقم ( ٣٤ ) والشكل البياني رقم ( ٤ ) يتضح ما يلي :

١ - بدأ الصندوق نشاطه في ١٩٩٧/١/٢٨م بقيمة اسمية للوثيقة ١٠٠٠ جنيهًا

---

(١) المصدر : شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار - الإصدار الأول ( تقارير غير منشورة ) .

مصريًا وقد بلغ سعر الوثيقة في نهاية شهر ديسمبر ١٩٩٨م مبلغ ٩٩٩٠,٠٠ جم بانخفاض إجمالي قدره ١٠,٠جم وبنسبة انخفاض ١٪ خلال فترة ٢٤شهر تقريبًا أي بمعدل عائد سلبي سنوي قدره ٠,٥٪ تقريبًا .

٢ - بلغ معدل العائد على الوثيقة في الفترة من بداية الصندوق لنشاطه حتى نهاية عام ١٩٩٧م نسبة ٧,٧٪ تقريبًا ثم انخفض هذا العائد ليحقق معدل عائد سنوي سلبي في نهاية عام ١٩٩٨م بنسبة ٨٪ تقريبًا .

٣ - بلغت أعلى قيمة ارتفاع في سعر الوثيقة عن قيمتها الاسمية في نهاية عام ١٩٩٧م حيث بلغت قيمة الوثيقة ١٠٧٧,٤٢جم بزيادة قدرها ٧٧ . ٤٢جم عن قيمتها الاسمية وبنسبة زيادة ٧٤,٧٪ .

بينما بلغت أعلى قيمة انخفاض في سعر الوثيقة عن قيمتها الاسمية في نهاية ديسمبر ١٩٩٨م حيث بلغت قيمة الوثيقة ٩٩٠,٠٠ جم بانخفاض قدره ١٠,٠٠ جم عن قيمتها الاسمية وبنسبة انخفاض ١٪ .

٤ - بلغت أعلى قيمة ارتفاع نصف سنوية في سعر الوثيقة في النصف الأول من عام ١٩٩٧م مبلغ ٦٨,٥٨جم وبنسبة ارتفاع ٦,٨٦٪ بينما بلغت أعلى قيمة انخفاض نصف سنوية في سعر الوثيقة في النصف الأول من عام ١٩٩٨م مبلغ ٥١,٢٩جم وبنسبة ٤,٧٦ ٪ .

## خامسًا : إدارة الصندوق

يتكون مجلس إدارة الصندوق من سبعة أعضاء ثلاثة منهم من المساهمين أو ممثليهم وأربعة أعضاء من ذوي الخبرة من غير المؤسسين ويراعي الصندوق في تشكيل مجلس الإدارة واختيار أعضائه أحكام قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية .

## سادسًا : مدير الاستثمار

عهد الصندوق بإدارة نشاطه إلى الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية وهي شركة مساهمة مصرية تعمل منذ تأسيسها عام ١٩٨٦م في مجال الاستثمار ويديرها مجموعة متخصصة من الخبراء في هذا المجال وتم تعديل أوضاعها طبقًا لأحكام القانون ٩٥ لسنة١٩٩٢م وقد تم الترخيص لها من الهيئة العامة لسوق المال تحت رقم ( ٨١ ) في ١٩٩٥/٨/١٦م بإدارة صناديق الاستثمار طبقًا لأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية .

## سابعًا : العمولات والأتعاب

١ - يحصل الصندوق على مصروفات إصدار تحتسب بواقع ٠,٥٪ ( نصف في المائة ) من قيمة الوثائق التي يتم الاكتتاب فيها وترد الفروق إذا تم التخصيص بأقل من الوثائق المكتتب فيها .

**٢ - يتقاضى مدير الاستثمار الأتعاب الآتية :**

أ - أتعاب إدارة ربع سنوية بواقع ٠,٢٥٪ ( ربع في المائة ) أي ما يعادل ١٪ سنويًا من صافي قيمة أصول الصندوق وتسدد على أقساط ربع سنوية في نهاية كل فترة ربع سنوية ويتم احتساب الأتعاب المستحقة لأي فترة ربع سنوية على أساس صافي أصول الصندوق في نهاية الأسبوع الأخير من الفترة الربع سنوية السابقة .

ب - أتعاب حسن أداء بواقع ١٢٪ سنويا تحتسب ربع سنوية على أساس صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية كل فترة ربع سنوية مضافًا إليها الأرباح الموزعة خلال الفترة مخصومًا منها صافي أصول الصندوق في بداية الفترة مرجحة بالتغير في المؤشر العام لأسعار سوق رأس المال المصري ( الذي تصدره الهيئة العامة لسوق المال ) لنفس الفترة .

وتحسب أتعاب حسن الأداء على أساس المعادلة التالية : -

١٢٪ ( صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية كل فترة سنوية + الأرباح الموزعة خلال الفترة ) - ( صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الفترة حاصل قسمة : رقم المؤشر العام لأسعار سوق رأس المال المصري آخر الفترة على رقم المؤشر العام لأسعار سوق المال المصري أول الفترة ) .

## ثامنًا : السياسة الاستثمارية للصندوق

مع الالتزام بما ورد من شروط للسياسة الاستثمارية في قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية يتبع صندوق الاستثمار سياسة استثمارية تهدف إلى تعظيم نصيب وثيقة الاستثمار في صافي قيمة أصول الصندوق بتنويع محفظة الاستثمار مع الاختيار المناسب للأوراق المالية المستهدف شراؤها ويتم هذا الاختيار من واقع قائمة الأوراق المالية التي تعد بناء على دراسات دقيقة لأوضاع هذه الأوراق .

ويظهر الجدول رقم ( ٣٥ ) والشكل البياني رقم ( ٥ ) التاليان الأهمية النسبية للتوظيف في قنوات الاستثمار المختلفة في شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار - الإصدار الأول - في ١٩٩٨/١٢/٣١م .

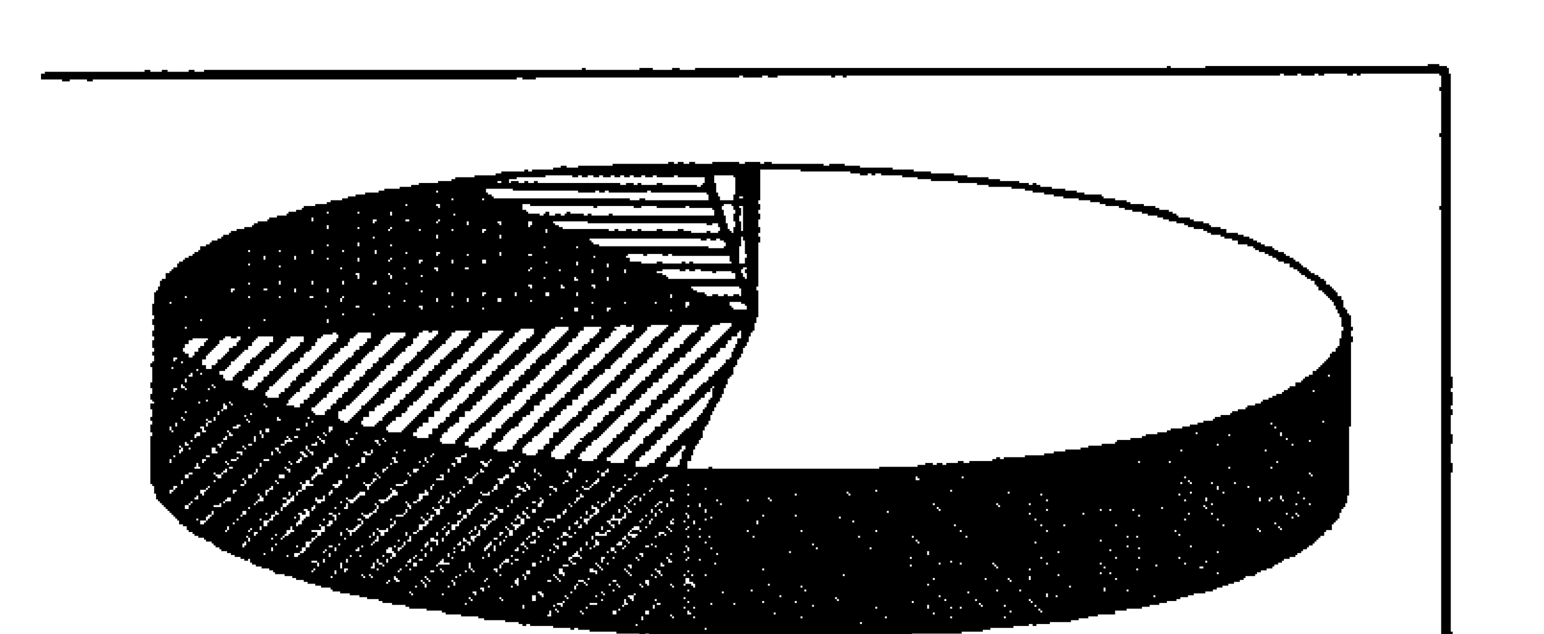
## جدول رقم ( ٣٥ )

## الأهمية النسبية للتوظيف في قنوات الاستثمار المختلفة في شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار - الإصدار الأول - في ١٩٩٨/١٢/٣١م [(١)]

( القيمة بالألف جنيه مصري )

| م | قنوات الاستثمار | قيمة | ٪ |
|---|---|---|---|
| ١ | أسهم محلية | ٢٨٠٧٩ | ٪٥٦,٤٦ |
| ٢ | سندات شركات وبنوك | ١٢٩٦٨٥ | ٪٢٦,٠٨ |
| ٣ | سندات خزانة مصرية | ٤٥٠٨ | ٪ ٩,٠٧ |
| ٤ | أذون خزانة مصرية | ٤٠٥٤ | ٪ ٨,١٥ |
| ٥ | حسابات جارية وودائع بالبنوك | ١٢٠ | ٪ ٠,٢٤ |
| | إجمالـــــي | ٤٩٧٢٩ | ٪١٠٠ |

شكل بياني رقم ( ٥ ) : الأهمية النسبية للتوظيف في قنوات الاستثمار المختلفة في شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار – الإصدار الأول – في ١٩٩٨/١٢/٣١م .




أسهم محلية — سندات شركات وبنوك

سندات خزانة مصرية — أذون خزانة مصرية

حسابات جارية وودائع بالبنوك

ومن خلال بيانات الجدول رقم ( ٣٥ ) والشكل البياني رقم ( ٥ ) السابقين يلاحظ أن الصندوق يعتمد إلى حد كبير في تكوين محفظته الاستثمارية على الأسهم حيث بلغت نسبتها ٥٦,٤٦٪ . ومن أهم الأسهم التي يستثمر الصندوق أمواله فيها في ١٩٩٨/١٢/٣١م أسهم

(١) المصدر : شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار – الإصدار الأول – ( تقارير غير منشورة ) .

الشركات والمؤسسات الآتية :

أ - الشركة المصرية للاستثمار . ب - البنك التجاري الدولي .
حـ - شركة السويس للأسمنت . د - النيل لحليج الأقطان .
هـ - المصرية الدولية للصناعات الدوائية . و - المصرية الحديثة للتعبئة والتغليف .
ز - شركة أسمنت بورتلاند طره . ح - شركة الوادي لتصدير الحاصلات الزراعية .
ط - شركة أسمنت العامرية . ى - شركة القاهرة للصناعات الدقيقة .

## تاسعًا : حسابات الصندوق وحسابات المستثمرين

يتم إمساك حسابات مستقلة لكل من الصندوق والشركة وذلك بغرض تحديد الإيرادات والمصروفات ونتائج أعمال الصندوق مع تحديد الاستثمارات الخاصة به .

كما يتم إمساك حسابات المستثمرين بواسطة الحاسب الآلي بالشركة بحيث يتم تحديد حركة الوثائق والعائد المستحق لكل مستثمر ولا تتقاضى الشركة أي مصاريف أو عمولات مقابل هذه الخدمة ؛ وبناء عليه فإن تلف أو ضياع أو سرقة إيصال الاكتتاب أو شهادة الوثيقة لا يؤثر على حقوق المكتتبين أو المستثمرين قبل الصندوق .

## عاشرًا : المعلومات الدورية

يرسل الصندوق إلى كل مكتتب نشرة ربع سنوية على الأقل يوضح فيها الوثائق المملوكة له والحركة التي تمت خلال الفترة فضلًا عن نشرة ملخص أداء الصندوق متضمنة الأوراق المالية المختلفة التي يستثمر فيها الصندوق وقيمة كل وثيقة كما هي في آخر تقييم معتمد من مراقبي حسابات الصندوق نهاية ربع السنة المذكور .

## حادي عشر : مراقبا حسابات الصندوق

لا يختلف دور مراقبي حسابات الصندوق عما ذكرناه سلفًا عن دور مراقبي الحسابات في صندوق استثمار البنك الأهلي المصري [1] حيث يحكم عملهما أحكام قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية .

هذا ويلخص الجدول التالي رقم ( ٣٦ ) صناديق الاستثمار العاملة في مصر وفقًا لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية حتى ١٩٩٨/١٢/٣١م مرتبة وفقًا للتاريخ الذي بدأت فيه نشاطها : -

---

(١) انظر المبحث الأول من هذا الباب« صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الثاني » .

## جدول رقم ( ٣٦ )

## صناديق الاستثمار المصرية المنشأة وفقًا لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية حتى نهاية شهر ديسمبر ١٩٩٨م [١]

| م | اسم الصندوق | نوع الصندوق | هدف الصندوق | فترات التوزيعات النقدية | تاريخ بدء النشاط م | حجم الصندوق بالمليون ( جم ) | سعر الوثيقة (جم) عند بدء النشاط ( جم ) | سعر الوثيقة (جم) في نهاية ديسمبر ١٩٩٨م |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ١ | البنك الأهلي المصري - الأول | مفتوح | عائد تراكمي | --- | ١٩٩٤/٩/٣ | ٢٠٠ | ٥٠٠,٠٠ | ٧١١,٠٠ |
| ٢ | البنك المصري الأمريكي - الأول | مفتوح | نمو رأسمالي ودخل دوري | نصف سنوي | ١٩٩٤/١٠/١٥ | ٣٠٠ | ١٠٠,٠٠ | ٩٢,٦٦ |
| ٣ | بنك الإسكندرية - الأول | مفتوح | عائد دوري ونمو رأسمالي | نصف سنوي | ١٩٩٤/١٢/١ | ٢٠٠ | ١٠٠,٠٠ | ١٠١,٢١ |
| ٤ | بنك مصر - الأول | مفتوح | عائد دوري | ربع سنوي | ١٩٩٥/٢/١ | ٥٠٠ | ١٠٠,٠٠ | ١٠٦,٨٥ |
| ٥ | المستثمرون المتحدون للتأمين | مفتوح | عائد دوري تراكمي | نصف سنوي | ١٩٩٥/٨/٢١ | ١٠٠ | ٥٠٠,٠٠ | ٤٣٦,٢٨ |
| ٦ | بنك مصر الثاني | مفتوح | النمو الرأسمالي مع توزيع العائد | بعد تجاوز الوثيقة ١٤٠جم يجوز توزيع أرباح | ١٩٩٥/٩/١٧ | ٣٠٠ | ٦٦,٦٧ (*) | ٨٢,٣٥ |
| ٧ | البنك الأهلي المصري - الثاني | مفتوح | عائد دوري ونمو رأسمالي | ربع سنوي | ١٩٩٥/١٠/٤ | ٣٠٠ | ١٠٠,٠٠ | ٧٨,٣٠ |
| ٨ | بنك القاهرة - الأول | مفتوح | تراكمي | --- | ١٩٩٥/١١/١٦ | ٢٠٠ | ١٠٠,٠٠ | ١٦٦,٥٦ |
| ٩ | بنك الشركة المصرية المصرفية العربية الدولية - الأول | مفتوح | تراكمي - جوائز | في حالة تراكم أرباح محققة | ١٩٩٦/٦/٣ | ١٠٠ | ٥٠٠,٠٠ | ٦٩٩,٧٧ |

( ١ ) انظر صناديق الاستثمار المصرية ( تقارير غير منشورة ) .

( * ) بدأ صندوقا بنك مصر الأول والثاني نشاطهما بقيمة اسمية ١٠٠٠ جم للوثيقة في كل صندوق ، وفي ١٩٩٨/١١/١٣ م تم تقسيم الوثيقة الواحدة إلى عشر وثائق في الصندوق الأول ، وإلى خمسة عشرة وثيقة في الصندوق الثاني بناء على موافقة الهيئة العامة لسوق المال ( صندوق استثمار بنك مصر الأول والثاني ، وتقارير غير منشورة ) .

ومن خلال بيانات الجدول رقم ( ٣٦ ) ومع استبعاد صندوقي بنك مصر الدولي وبنك مصر إيران لحداثتهما [(١)] يتبين الآتي :

١ – حقق أحد عشر صندوقًا ارتفاعًا في قيمة ( سعر وثائقها متضمنًا التوزيعات ) في نهاية شهر ديسمبر ١٩٩٨م عن القيمة الاسمية الصادرة بها هذه الوثائق .

وقد حقق صندوق الدلتا للاستثمار ( عائد دوري تراكمي ) أكبر معدل عائد سنوي بنسبة ٢٢,٩٧٪ بينما حقق صندوق استثمار البنك المصري لتنمية الصادرات ( عائد دوريٌّ ) أقل معدل عائد سنوي بنسبة ٥,٠٣٪ .

٢ – حققت ستة صناديق انخفاضًا في قيمة ( سعر وثائقها متضمنًا التوزيعات ) في نهاية شهر ديسمبر ١٩٩٨م عن القيمة الاسمية الصادرة بها هذه الوثائق .

وقد حقق صندوق استثمار البنك المصري الخليجي ( عائد تراكمي وتوزيع دوري ) أكبر معدل عائد سنوي سلبي بنسبة ( ١٣,١٠٪ ) بينما حققت شركة أورينت تراست لصناديق الاستثمار ( نمو رأسمالي ) أقل معدل عائد سنوي سلبي بنسبة ( ٠,٥٪ ) .

هذا ومن الجدير بالذكر أنه جاء في تقرير للهيئة العامة لسوق المال عن أنشطة الاستثمار المصرية في نهاية شهر سبتمبر ١٩٩٨م أن متوسط معدلات الاسترداد في هذه الصناديق بلغ ٢٦,٨٪ .

وأشار التقرير إلى أن صافي أصول ( ١٨صندوقًا ) بلغت ( ٢,٧٢٠ ) مليار جنيه مقارنة مع القيمة الاسمية التي صدرت بها وهي ( ٣,٤٥٠ مليار جنيه ) واستبعد التقرير صندوق بنك مصر إيران لحداثة عمله بالسوق .

وكانت أعلى نسب الاسترداد بصندوق شركة المستثمرون المتحدون للتأمين حيث وصلت إلى ( ٥٥,١٪ ) إذ بلغ صافي أصول الصندوق ( ٤٤,٨٦٦ ) مليون جنيه مقارنة بمائة مليون جنيه لرأسمال الصندوق .

وكانت أدنى معدلات الاسترداد لصندوق أورينت تراست بنسبة ١,١٪ ليصل صافي أصوله ٤٩,٤٦٠ مليون جنيه مقارنة مع ٥٠ مليون جنيه لرأس ماله [(٢)] .

---

(١) لم يصل عمر الصندوقين في ٣١/١٢/١٩٩٨م إلى عام قد حقق صندوق بنك مصر الدولي عائد استثمار سلبي بنسبة كبيرة ( ٢٩,٣٢ ) خلال فترة ( ١٠ شهور تقريبًا ) وحقق صندوق بنك مصر إيران عائد استثمار إيجابي بنسبة طفيفة ٠,٤٤٪ خلال فترة ( ٥شهور تقريبًا ) .

(٢) انظر : النشرة الأسبوعية ، الإدارة العامة للبحوث الاقتصادية ، بنك فيصل الإسلامي المصري مرجع سابق العدد رقم ٥٥٠ ٢٩/١٠/١٩٩٨م ص٤ .

## المبحث الثالث شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية [١]

بدأت النواة الأولى لإنشاء شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية من خلال سلسلة الندوات التي عقدتها مجموعة دلة البركة لدراسة الصناديق الاستثمارية من الجوانب الشرعية ، ومن أهمها : ندوة البركة الثانية التي عقدت في تونس في ( صفر عام ١٤٠٥هـ = نوفمبر ١٩٨٤م ) وشارك فيها سبعة عشر عالمًا من علماء الأمة الإسلامية وتم خلالها الاتفاق على إخضاع هيكلة الصناديق الاستثمارية لقواعد الشريعة الإسلامية .

وبناء على هذه الجهود صدر القرار الوزاري رقم ٧ لسنة ١٩٩٧م بدولة البحرين والذي سمح لأول مرة بإنشاء شركات مساهمة ذات رأس مال متغير تعمل وفقًا لأحكام الشريعة الإسلامية .

وطبقًا لهذا القرار وما سبقه من قرارات خاصة بتسجيل شركات المساهمة المعفاة وإلى أحكام قانون الشركات التجارية البحريني الصادر بالمرسوم بقانون رقم ٢٨ لسنة ١٩٧٥م وتعديلاته ، وإلى خطاب عدم الممانعة الصادر من إدارة التجارة وشئون الشركات البحرينية بالكتاب الصادر بتاريخ ١٩٨٦/١٠/٢٥م تحت رقم ٢٥/ش . م . ع/٨٦/١٠ سجل تجاري رقم ١٧٩٧٧ بتاريخ ١٩٨٧/١/١٩م تأسست شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية كشركة مساهمة بحرينية مقفلة معفاة من الضرائب ذات رأس مال متغير ومقرها بمدينة المنامة بدولة البحرين .

### أولًا : رأس مال الشركة

يبلغ رأس مال الشركة المصرح به ( ٢٠٠ مليون دولار أمريكي ، ممثلًا في ٢ مليون سهم ) بقيمة اسمية للسهم ( ١٠٠ دولار أمريكي ) وموزعة على نوعين من الأسهم : -

#### النوع الأول : أسهم الإدارة :

وعددها مائتا ألف سهم وقيمتها ( ٢٠ مليون دولار أمريكي ) ، وتمثل ملكية رأس المال الثابت وتخول أصحابها حق الإدارة والتصويت واتخاذ القرارات وغيرها من التصرفات .

#### النوع الثاني : أسهم المشاركة :

وعددها ( ١,٨٠٠,٠٠٠ سهم ) وقيمتها ( ١٨٠ مليون دولار أمريكي ) وتمثل رأس

---

( ١ ) شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية ( تقارير غير منشورة ) .

المال المتغير المشارك في الأرباح الناتجة عن عمليات الشركة في الإصدارات المكتتب فيها دون أن يكون لمالكيها حق التصرف أو التصويت أو التدخل في الإدارة .

وفي جميع الأحوال يشترط ألا يزيد رأس المال المصرح به عن عشرة أمثال رأس المال الصادر من أسهم الإدارة بحيث لا يتجاوز مجموع الرصيد القائم من أسهم المشاركة الصادرة تسعة أمثال رأس المال المدفوع من أسهم الإدارة .

## ثانيًا : الاكتتاب في أسهم المشاركة

يتم بيع أسهم المشاركة للراغبين في الشراء مباشرة أو عن طريق الطرح للاكتتاب العام لهذه النوعية من الأسهم في مجال واحد أو أكثر من مجالات الأنشطة التي تقوم بها الشركة وتخصص له موجودات معينة من الموجودات الخاصة بتلك الأنشطة في المرابحة أو السَّلم أو الإيجار أو المشروعات .

**وتتسم أسهم المشاركة المطروحة للاكتتاب بالخصائص التالية :**

أ - أنها اسمية وغير قابلة للتجزئة ولكن يجوز أن يشترك شخصان أو أكثر في ملكيتها على أن يمثلهم تجاه الشركة شخص واحد .

ب - أنها قابلة للتداول بالبيع والشراء ، ويتم تسجيل التصرفات التي ترد عليها من بيع أو رهن أو تنازل أو تحويل في سجلات الشركة أو لدى مكاتب التسويق أو متعهدي الشراء وتكون الشركة مسؤولة أمام آخر مساهم مسجل لديها .

حـ - أنها تنقسم من حيث تداولها إلى نوعين أولهما : تعلن الشركة فيه عن أسعار بيعها وشرائها وتساعد في تسهيل مهمة تداولها فيما بين المكتتبين ، أو فيما بينهما وبين الغير . وثانيهما : تتعهد فيه الشركة بإعادة الشراء بعد انتهاء الفترة المحظور فيها تداول الإصدار .

**ويشترط في الاكتتاب ما يلي :**

١ - أن تدفع قيمة الأسهم المكتتب فيها بالكامل عند الاكتتاب .

٢ - الحد الأدنى للاكتتاب هو ( ١٠٠ ألف دولار أمريكي ) بالنسبة للمؤسسات و ( ٥ آلاف دولار أمريكي ) بالنسبة للأفراد .

٣ - يبدأ احتساب الأرباح لأسهم المشاركة بعد يومين من تاريخ إغلاق الاكتتاب على أساس أن عدد أيام السنة ( ٣٦٥ يومًا ) ، ويكون للمكتتبين الذين يساهمون قبل غيرهم ( خلال فترة الاكتتاب ) أولوية الاكتتاب في الإصدار على أساس أن التحصيل يتم في موعد لا يتجاوز تاريخ إغلاق الاكتتاب .

٤ - يوقع طالب الاكتتاب على طلب الاكتتاب الذي يحتوي على إقراره باستلام نشرة الإصدار والتزامه بعقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة .

## ثالثًا : القيمة الاستردادية والقيمة البيعية للأسهم

يتم تحديد القيمة الاستردادية وكذلك القيمة البيعية لأسهم المشاركة من خلال لجنة تحديد الأسعار المشَكّلة من شركة الإدارة ومندوب عن كل من البنوك والمؤسسات المالية الضامنة لإعادة الشراء وكل جهة تسويق قامت بتسويق ما لا يقل عن ٢٠٪ وكل مكتتب امتلك مالا يقل عن ١٠٪ من قيمة الإصدار .

وتنظر لجنة الأسعار عند تحديدها للقيمة الاستردادية والقيمة البيعة لأسهم المشاركة بعين الاعتبار في كل المتغيرات المؤدية إلى ارتفاع أو انخفاض السهم مع الأخذ في الاعتبار معيار الفرصة البديلة لعمليات الاستثمار والتمويل وطبيعة العمليات المكونة للصندوق وكذلك التغيرات الجوهرية في البيئة الاستثمارية .

وتقرر لجنة الأسعار القيمة الاستردادية والقيمة البيعية لأسهم المشاركة أسبوعيًا ، ويتم الإعلان عن هاتين القيمتين في جريدة الشرق الأوسط كل يوم أربعاء أو بالاتصال المباشر بمقر الشركة أو الوكيل وتبقى هاتان القيمتان نافذتي المفعول طيلة بقية أيام الأسبوع .

## رابعًا : السياسة الاستثمارية للشركة

تهدف الشركة إلى اتباع سياسة استثمارية يتحقق من خلالها دخل دوري ونمو رأسمالي لحاملي أسهم المشاركة ، وذلك من خلال خبرات متخصصة في إدارة الصناديق تقوم باستثمار أموال الصناديق في مختلف وجوه المعاملات الشرعية المستمدة من أحكام الفقه الإسلامي بمختلف مذاهبه ومصادره بطرح أدوات استثمارية قابلة للتداول بالبيع والشراء ؛ وذلك باعتبار أن هذه الأدوات تمثل حصصًا في موجودات معينة .

ومن هذه الأدوات ما يستثمره الصندوق في الأعيان ، والتي تتمثل في : العقارات ، أو المعدات المؤجرة ، أو المشاريع الصناعية ، أو الزراعية ، أو التجارية ، وكذلك ما يستثمره الصندوق في العمليات التجارية ، والتي تتمثل في : بيوع السَّلَم ، أو المرابحة الآجلة ، أو التولية أو الاستصناع وغير ذلك من البيوع الشرعية .

وتتميز استثمارات الشركة بتوزيع مخاطر استثماراتها على العديد من دول العالم التي تمتد إليها مشروعات دلة البركة في مجالات متنوعة : صناعية ، وزراعية ، وتجارية ، وخدمية ، وصحية ، وسياحية ، وتنمية عقارية .

كما أن استثمارات الشركة تخضع للرقابة الشرعية من خلال مستشارين شرعيين للشركة .

ويظهر الجدول التالي رقم ( ٣٧ ) وكذلك الشكل البياني رقم ( ٦ ) الأهمية النسبية لأدوات ومجالات الاستثمار المختلفة لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية عن عام ١٩٩٠م .

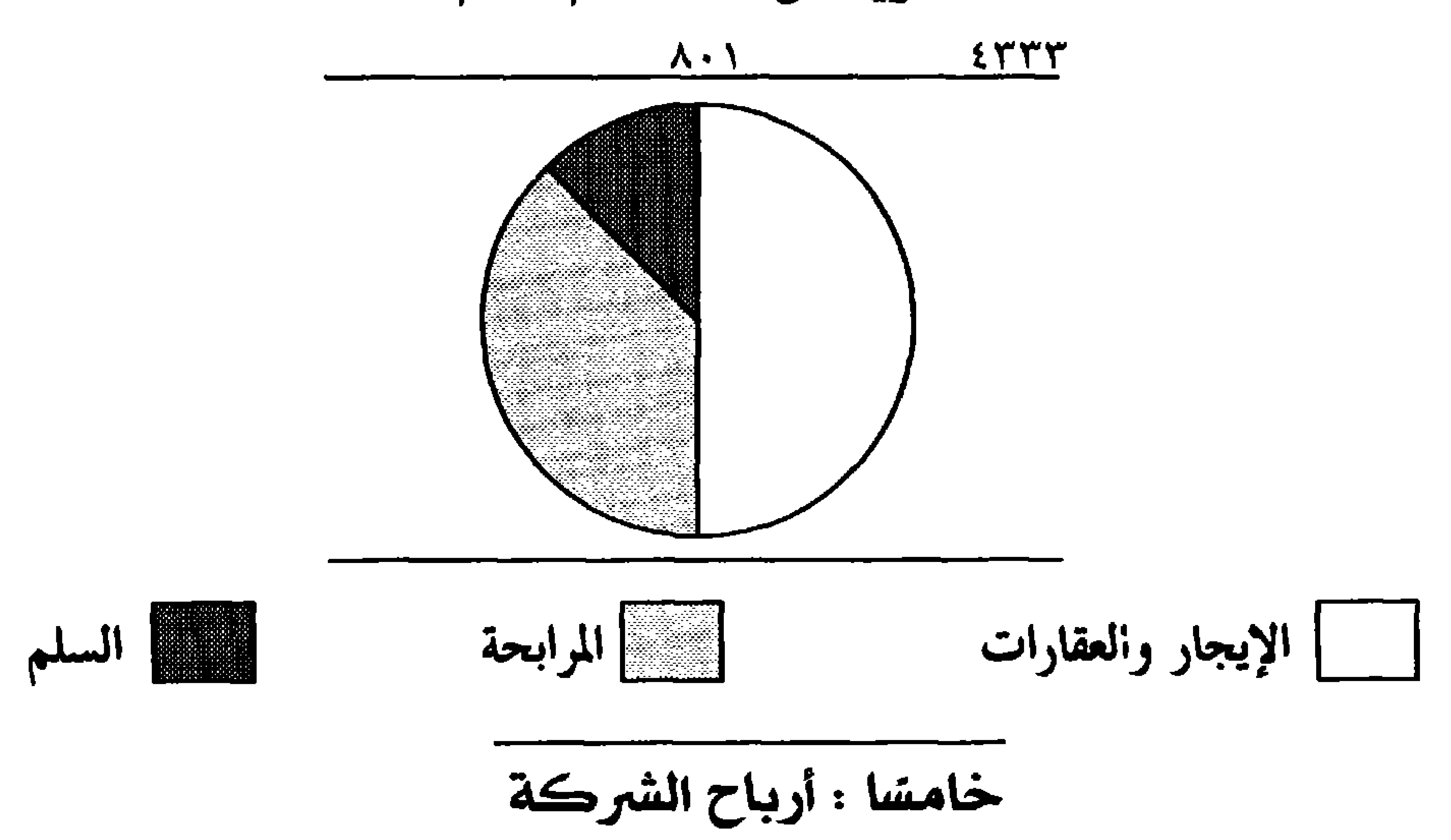
**جدول رقم ( ٣٧ )**

**الأهمية النسبية لأدوات ومجالات الاستثمار في شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية عن أنشطة عام ١٩٩٠م [1]**

| م | أدوات ومجالات الاستثمار | ٪ |
|---|---|---|
| ١ | الإيجار والعقارات | ٤٨,٦٦ |
| ٢ | المرابحة | ٤٣,٣٣ |
| ٣ | السلم | ٨,٠١ |
| | | ٪١٠٠ |

**شكل بياني رقم ( ٦ )**

**الأهمية النسبية لأدوات ومجالات الاستثمار في شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية عن أنشطة عام ١٩٩٠م**




## خامسًا : أرباح الشركة

تستثمر الشركة أموالها في صناديق قصيرة ومتوسطة الأجل فضلًا عن الصناديق طويلة الأجل (٥ – ١٠ سنوات) والتي يتم فيها إصدارات مفتوحة المدة بالدولار الأمريكي تتزايد فيها

(١) المصدر : شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية ( تقارير غير منشورة ) .

قيمة الأسهم ذاتيًا بتراكم الأرباح الرأسمالية للأصول المكونة لها ، وتوزع الأرباح النقدية سنويًا بنسبة ( ٨٠٪ ) ويعاد استثمار الـ ( ٢٠٪ ) الأخرى وذلك عمومًا وحسب شروط نشرة الإصدار .

ويظهر الجدول التالي رقم ( ٣٨ ) وكذلك الشكل البياني رقم ( ٧ ) الأهمية النسبية لمتوسط العائد السنوي لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية من عام ١٩٨٧م إلى عام ١٩٩٠م .

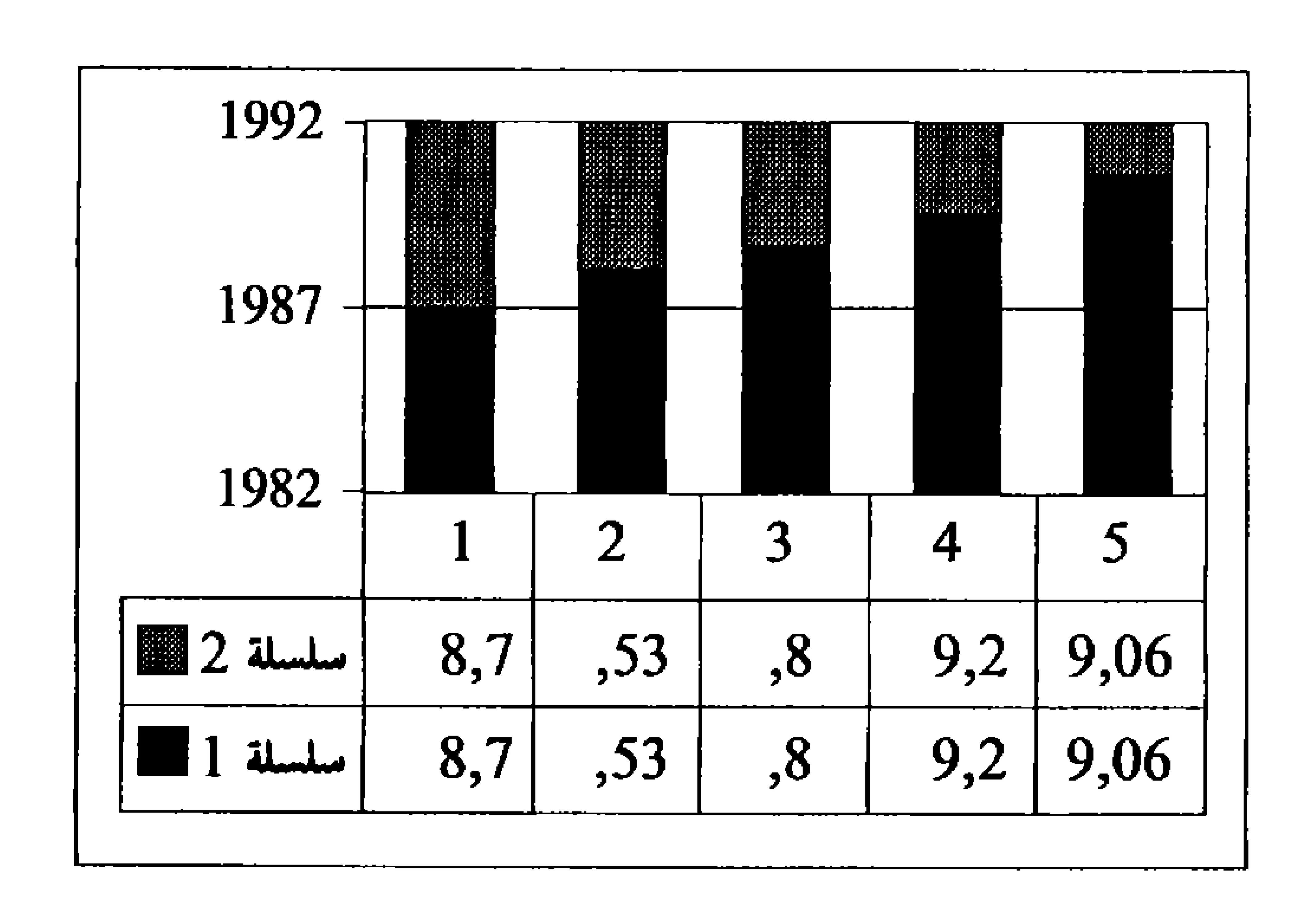
**جدول رقم ( ٣٨ )**

**الأهمية النسبية لمتوسط العائد السنوي لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية من عام ١٩٨٧م إلى عام ١٩٩٠م (١)**

| م | السنة الميلادية | متوسط العائد السنوي ( ٪ ) |
|---|---|---|
| ١ | ١٩٨٧ | ٨,٧٠ |
| ٢ | ١٩٨٨ | ٨,٥٣ |
| ٣ | ١٩٨٩ | ٩,٨٠ |
| ٤ | ١٩٩٠ | ٩,٢٠ |
| ٥ | ١٩٩١ | ٩,٠٦ |
| المتوسط العـــام | | ٩,٠٥ |

**شكل بياني رقم ( ٧ )**

**الأهمية النسبية لمتوسط العائد السنوي لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية من عام ١٩٨٧م إلى عام ١٩٩٠م**




(١) المصدر : شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية ( تقارير غير منشورة ) .

## المبحث الرابع صندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار [1]

صندوق حصص الاستثمار هو صندوق وصاية تأسس بمقتضى المادة ٢٢ من عقد تأسيس البنك الإسلامي للتنمية بجدة وقد بدأ نشاطه في الأول من يناير عام ١٩٩٠م .

### أولًا : حجم الصندوق والاكتتاب فيه

بدأ الصندوق نشاطه عام ( ١٩٩٠م ) بطرح الإصدار الأول والأساسي من وحداته بقيمة ١٠٠ مليون دولار أمريكي وبقيمة اسمية دولار أمريكي واحد للوحدة .

وفي عام ( ١٩٩٤م ) ضاعف الصندوق حجم الوحدات المتداولة له عن طريق إصدار إضافي قيمته ( ١٠٠ مليون دولار أمريكي ) .

وفي عام ( ١٩٩٤م ) - أيضًا - قررت اللجنة التنفيذية للصندوق ومجلس المديرين التنفيذيين للبنك زيادة حجم الصندوق وطرح الإصدار الإضافي الثاني بمبلغ ( ٣٠٠ مليون دولار أمريكي ) .

وبناء على ذلك عرضت إدارة الصندوق شريحة من الإصدار الإضافي الثاني بمبلغ ٧٥ مليون دولار أمريكي للبيع في منتصف شهر مارس عام ١٩٩٥م بقيمة اسمية دولار أمريكي واحد للوحدة .

وعرضت هذه الوحدات على نفس المجموعة التي كانت مستهدفة في الإصدارات

(١) انظر : التقارير السنوية لصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار ( ١٩٩٠ - ١٩٩٥م ) هذا ومن الجدير بالذكر أن البنك الإسلامي للتنمية أعلن في بداية شهر أكتوبر ١٩٩٨م في واشنطن عن إنشاء أول صندوق استثمار إسلامي خاص يركز على تنمية البنية الأساسية في العالم الإسلامي وهو صندوق البنك الإسلامي للتنمية للبنية الأساسية برأس مال ( ١,٥ بليون دولار ) ممثلًا في رأس مال أساسي ( بليون دولار ) وتسهيلات تمويلية إسلامية تقدر بمبلغ ٥٠٠مليون دولار بحد أدنى للمشاركة من الأفراد والمؤسسات ( ١٠ مليون دولار ) .
ويعتبر البنك الإسلامي للتنمية بجدة الراعي الأساسي لهذا الصندوق حيث خصص له مبلغ ٢٥٠ مليون دولار كما ساهمت دار المال الإسلامي بجنيف بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار . ويدار الصندوق من البحرين بواسطة شركة EMP - Bahrain وهي شركة مشتركة بين إدارة الأصول Emerging Markets Partnership ( EMP ) التي تتخذ من واشنطن مقرًا لها والمتخصصة في الاستثمار في البنية الأساسية وتدير أموال تقدر بـ ٣ . ٦ بليون دولار ) ودار المال الإسلامي .
وتم اختيار الشركة الإسلامية للاستثمار الخليجي - البحرين ( التابعة لدار المال الإسلامي ) مستشارًا لهذه الشركة .
ويستهدف الصندوق تحقيق عائد يتراوح ما بين ( ١٨٪ - ٢٠٪ ) من خلال الاستثمار في قطاعات الطاقة والاتصالات والنقل والمياه والبتروكيماويات ( انظر : النشرة الأسبوعية الإدارة العامة للبحوث الاقتصادية بنك فيصل الإسلامي المصري القاهرة العدد رقم ٥٥٥ ٣/١٢/١٩٩٨م ) .

السابقة ، كالبنوك الإسلامية ، والمؤسسات المالية ، والمنظمات الخيرية ، وصناديق التقاعد ، وشركات الاستثمار ، وغيرها ، وتم تحديد الحد الأدنى الذي يمكن أن تشتريه المؤسسات المالية بمائة ألف وحدة ، وما زاد عن ذلك يكون بمضاعفات الألف وحدة .

ومع إغلاق باب الاكتتاب في ( أول أبريل عام ١٩٩٥م ) كان قد تم بيع الوحدات المعروضة للاكتتاب بالكامل ، وبذلك أصبح حجم الصندوق في نهاية عام ( ١٩٩٥م ) ( ٢٧٥ مليون دولار أمريكي ) .

ومن الجدير بالذكر أن إدارة الصندوق عملت على توسيع قاعدة حاملي وحدات الصندوق من خلال إتاحة الفرصة أمام الأفراد للاستثمار غير المباشر في وحدات الصندوق جنبًا إلى جنب مع المؤسسات .

## ثانيًا : السياسة الاستثمارية للصندوق

يهدف صندوق حصص الاستثمار إلى المساهمة في التنمية الاقتصادية للبلدان الأعضاء في البنك الإسلامي للتنمية ، وعددها خمسون دولة إسلامية وذلك عن طريق تجميع مدخرات المستثمرين من مؤسسات وأفراد واستثمار هذه المدخرات في البلدان الأعضاء في البنك وغيرها من البلدان وفقًا لأحكام الشريعة الإسلامية حيث يقوم البنك بإدارة الصندوق كمضارب بحصة قدرها ( ١٠٪ ) من صافي ربح الصندوق .

ويسعى صندوق حصص الاستثمار بذلك إلى تعبئة موارد إضافية للبنك من مصادر السوق بالإضافة إلى إتاحة الفرصة أمام المستثمرين للدخول في استثمارات مربحة ومتفقة مع الشريعة الإسلامية .

وقد برز الصندوق طوال السنوات الماضية على أنه في المقام الأول صندوق إسلامي للدخل يستهدف الحفاظ على قيمة أمواله وتوزيع إيرادات منتظمة على حاملي الوحدات بحيث تتماثل هذه الإيرادات مع مستويات العائد المتاحة في السوق على أدوات الاستثمار المتشابهة لوحدات الصندوق من حيث المخاطر والعائد .

ولتحقيق هذه الأهداف يسعى الصندوق إلى توزيع استثماراته على عدد كبير من المشروعات والدول والقطاعات الاقتصادية بما يكفل تقليل المخاطر إلى أدنى حدٍّ ممكن .

ويركز الصندوق على الاستثمار المباشر في مشروعات جيدة في القطاع الخاص بالدول الأعضاء بالبنك ، كما يقوم الصندوق بشراء بعض الأصول الجاهزة لعمليات إجارة وبيع لأجل من محفظة البنك الإسلامي للتنمية ، ومحفظة البنوك الإسلامية وغيرها من المؤسسات المالية .

وبالإضافة إلى ذلك يقوم الصندوق على الاستثمار المباشر في المشروعات المناسبة في

الدول الأعضاء في البنك بشتى أساليب التمويل الإسلامية مثل : الإجارة ، والبيع لأجل، والمشاركة ، والاستصناع ، والمرابحة ، وغيرها .

ويضع الصندوق جزءًا من أرصدته السائلة لدى البنك الإسلامي للتنمية ؛ بغرض الاستثمار في تجارة السلع ، وكذلك مع بنوك إسلامية ومؤسسات مالية أخرى بغرض الاستثمار في عمليات المرابحة .

هذا ويوضح الجدول رقم ( ٣٩ ) عمليات الاستثمار التي اعتمدها الصندوق في عام ( ١٩٩٥م ) كما يظهر الجدول رقم ( ٤٠ ) وكذلك الشكل البياني رقم ( ٨ ) الأهمية النسبية للاستثمارات في المحفظة الإجمالية للصندوق في نهاية كل سنة مالية خلال الفترة من عام ( ١٩٩٠م - ١٩٩٥م ) .

**جدول رقم ( ٣٩ )**

**عمليات الاستثمار التي اعتمدها صندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار في عام ١٩٩٥م [1]**

| م | اسم العملية | الدولة المستفيدة | المبلغ المعتمد بالمليون دولار أمريكي |
|---|---|---|---|
| ١ | سفينة نقل الحبوب | الجزائر | ٥,٥٠ |
| ٢ | مشروع الصلب الخاص | مصر | ١٤,٩٨ |
| ٣ | مصنع الإسكندرية للصلب | مصر | ١٠,٠٠ |
| ٤ | مركز طهران لأمراض القلب والأوعية الدموية | إيران | ٨,٠٠ |
| ٥ | محطة كهرباء الرحاب | الأردن | ٥,٩٥ |
| ٦ | مشروع خطوط نقل كهرباء | لبنان | ١١,٢٢ |
| ٧ | شركة الإجارة | ماليزيا | ١,٧٦ |
| ٨ | مرابحة جماعية لهيئة المياه والطاقة | باكستان | ٧,٥٠ |
| ٩ | مرابحة جماعية لمؤسسة تصدير القطن | باكستان | ٤,٨٠ |
| ١٠ | ثلاث شركات مضاربة | باكستان | ٣,٠٠ |
| ١١ | مرابحة جماعية للشركة الوطنية لتكرير النفط | باكستان | ٥,٠٠ |
| ١٢ | مرابحة جماعية لهيئة المياه والطاقة | باكستان | ٧,٥٠ |
| ١٣ | مشروع منطقة مزدلفة وعرفات | السعودية | ١١,٠٠ |
| ١٤ | صندوق الإجارة للمجموعة الدولية لاستثمار الكويت | الكويت | ٢,٠٠ |
| | الإجمـــالـــي | | ٩٨,٢١ |

ومن هذا الجدول يتبين أن الصندوق قام بتمويل مباشر ومشترك لثماني عمليات بلغ مجموعها ٦٠,٤١ مليون دولار أمريكي ، أما العمليات الست الأخرى فقد كانت عمليات مرابحة جماعية بمجموع مقداره ( ٣٧,٨ مليون دولار أمريكي ) لصالح تسع من الدول الأعضاء بالبنك .

(١) المصدر : التقرير السنوي لصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار عن عام ١٩٩٥م .

## جدول رقم ( ٤٠ )

## الأهمية النسبية للاستثمارات في المحفظة الإجمالية لصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار حتى نهاية كل سنة مالية خلال الفترة من عام ١٩٩٠ إلى ١٩٩٥ [1]

القيمة بالمليون دولار أمريكي

| السنوات | ١٩٩٠م | | ١٩٩١م | | ١٩٩٢م | | ١٩٩٣م | | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | المتوسط النسبي |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| بيان | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | ٪ |
| الإجارة والبيع لأجل الأيلة من البنك | ٩٣,٣٢ | ٨٢,٨٨ | ٨٥,٣٩ | ٧٤,٤٣ | ٨٤,١٩ | ٧٤,٠٦ | ٧٨,٨٤ | ٦٨,٥٨ | ١٧٩,٨٤ | ٧٩,٧٦ | ٢٢٣,٠٤ | ٧٢,٢٧ | ٧٥,٣٣ |
| الإجارة والبيع لأجل الممولة مباشرة من الصندوق أو بالاشتراك مع الغير | - | - | - | - | ١,٨٤ | ١,٦٢ | ٣,٥ | ٣,٠٤ | ١١,٤٦ | ٥,٠٩ | ٣٤,٠١ | ١١,٢٠ | ٣,٤٦ |
| استثمارات قصيرة الأجل ( مرابحة وودائع ) | ١٩,٢٧ | ١٧,١٢ | ٢٩,٣٣ | ٢٥,٥٧ | ٢٧,٦٥ | ٢٤,٢٣ | ٣٢,٦٢ | ٢٨,٣٨ | ٣٤,٠٨ | ١٥,١٥ | ٥١,٥٥ | ١٦,٧٠ | ٢١,٢١ |
| الرصيد الإجمالي للاستثمارات | ١١٢,٥٩ | ٪١٠٠ | ١١٤,٧٢ | ٪١٠٠ | ١١٣,٦٨ | ٪١٠٠ | ١١٤,٩٦ | ٪١٠٠ | ٢٢٥,٠٢ | ٪١٠٠ | ٣٠٨,٦٠ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

---

( ١ ) **المصدر** : التقارير السنوية لصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار ( سنوات مختلفة ) .

**شكل بياني رقم ( ٨ )**

**الأهمية النسبية للاستثمار في المحفظة الإجمالية لصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار في نهاية كل سنة مالية خلال الفترة من عام ١٩٩٠م إلى ١٩٩٥م .**

2400
2200
2000
1800

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| سلسلة 4 | 19,27 | 29,33 | 27,65 | 32,62 | 34,08 | 51,55 |
| سلسلة 3 | 0 | 0 | 1,84 | 3,5 | 11,46 | 34,01 |
| سلسلة 2 | 39,32 | 85,39 | 84,19 | 84,78 | 5,197 | 223 |
| سلسلة 1 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |

ومن بيانات الجدول رقم ( ٤٠ ) والشكل ( ٨ ) السابقين يتبين أن الإجارة والبيع الآجل يستحوذان على الجزء الأكبر من استثمارات الصندوق بمتوسط نسبي (٧٥,٣٣٪ ) خلال الفترة من عام ( ١٩٩٠م ) إلى عام ( ١٩٩٥م ) ثم يليهما في الأهمية الاستثمار قصير الأجل بمتوسط نسبي ( ٢١,٢١٪ ) ويأتي التمويل المباشر والمشترك في نهاية اهتمامات الصندوق بمتوسط نسبي ( ٣,٤٦٪ ) .

## ثالثًا : أرباح الصندوق

نظرًا لأن الصندوق يهدف إلى توزيع دخل دوري على حامل وحداته فإنه يسعى إلى المحافظة على قيمة أصوله مع تحقيق عائد يفي بمتطلبات حاملي الوحدات من خلال الاستثمار في مجالات الاستثمار المختلفة ( الصناعة ، والتغذية ، والنقل والمواصلات ، والمرافق ، والطاقة ، والخدمات الاجتماعية .. إلخ ) ويستخدم الصندوق لتحقيق ذلك أدوات وأشكال الاستثمار المختلفة من مرابحة وبيع آجل وإجارة وغيرها من أساليب الاستثمار الشرعية .

ويوضح الجدول التالي رقم ( ٤١ ) وكذلك الشكل البياني رقم ( ٩ ) مكونات الإيرادات الإجمالية للصندوق عن عامي ( ١٩٩٤ ، ١٩٩٥م ) .

**جدول رقم ( ٤١ )**

**مكونات الإيرادات الإجمالية لصندوق البنك الإسلامي للتنمية**

**لحصص الاستثمار عن عامي ١٩٩٤ ، ١٩٩٥م** [١]

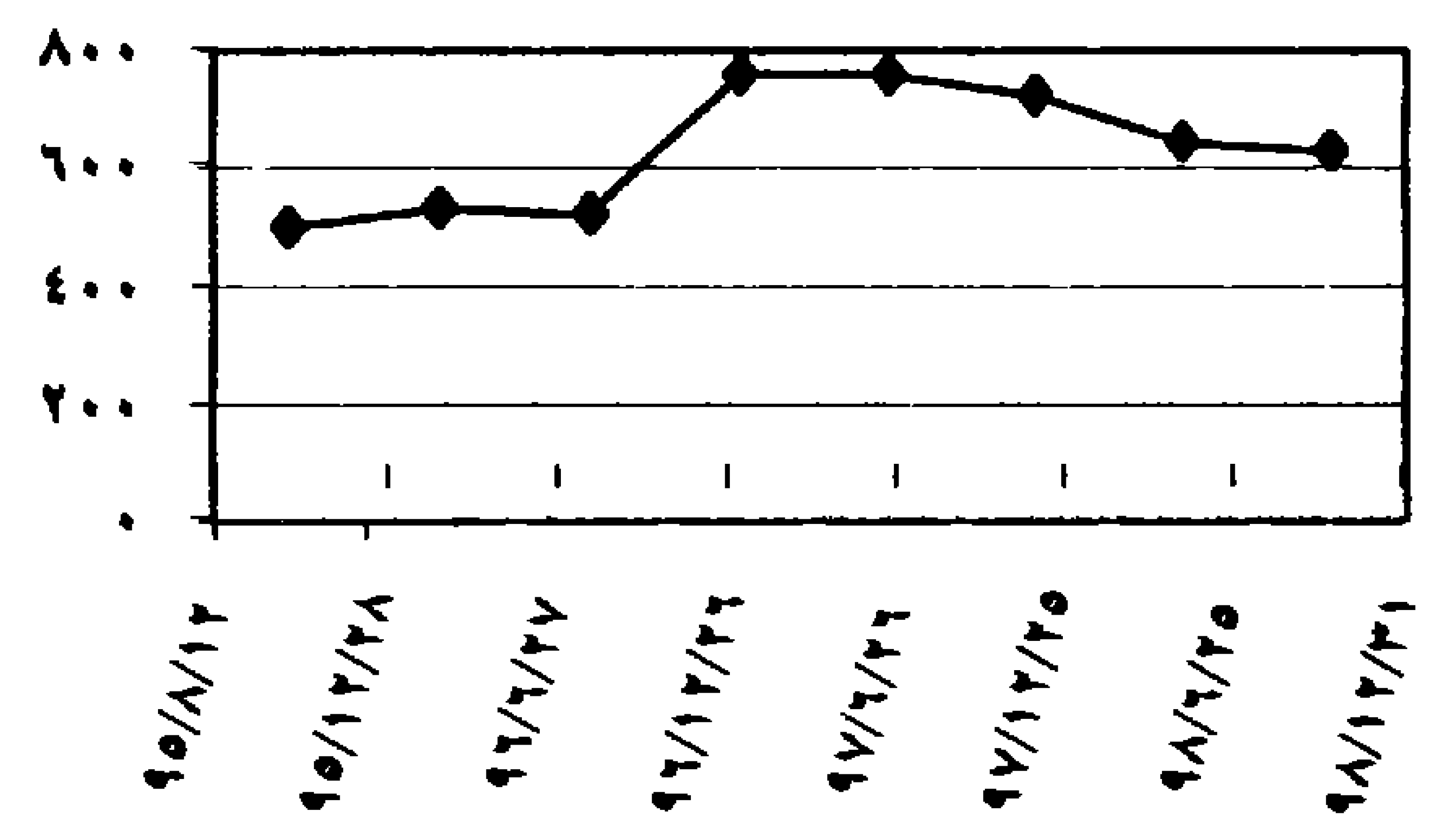
القيمة بالألف دولار أمريكي

| السنة / بيان | ١٩٩٤م | | ١٩٩٥م | | المتوسط النسبي |
|---|---|---|---|---|---|
| | قيمة | ٪ | قيمة | ٪ | ٪ |
| الإيرادات عن عمليات الإجارة | | | | | |
| والبيع الآجل | ١٦,٩٠٢ | ٩٣,٣٨ | ٢٢,٥٠٢ | ٨١,٩٥ | ٨٧,٦٦ |
| المرابحة الجماعية | ٠,٣٤٤ | ١,٩٠ | ٠,٨١٠ | ٢,٩٥ | ٢,٤٣ |
| ودائع تجارة السلع | ٠,٨٠٢ | ٤,٤٣ | ١,١٤٥ | ٤,١٧ | ٤,٣٠ |
| صافي العائد من آلية الحماية ضد مخاطر تقلب سعر الصرف | ٠,٠٥٢ | ٠,٢٩ | ٣,٠٠٢ | ١٠,٩٣ | ٥,٦١ |
| الإجمالـــــــي | ١٨,١٠٠ | ٪١٠٠ | ٢٧,٤٥٩ | ٪١٠٠ | ٪١٠٠ |

**شكل بياني رقم ( ٩ )**

**مكونات الإيرادات الإجمالية لصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار**

**عن عامي ١٩٩٤ ، ١٩٩٥م**




ومن بيانات الجدول ( ٤١ ) والشكل البياني رقم ( ١٠ ) يتبين أن الموارد الرئيسية لإيرادات الصندوق تتمثل في أصول الإجارة والبيع الآجل بمتوسط نسبي ( ٨٧,٦٦ ) من الإيرادات الإجمالية للصندوق عن عامي ( ١٩٩٤م ، ١٩٩٥م ) .

ويأتي صافي العائد من آلية الحماية ضد مخاطر تقلب سعر الصرف في المرتبة الثانية بمتوسط نسبي ( ٥,٦١٪ ) ثم يأتي بعد ذلك عائد تجارة السلع في المرتبة الثالثة بمتوسط نسبي ( ٤,٣٪ ) وأخيرًا يأتي عائد المرابحة الجماعية بمتوسط نسبي ( ٢,٤٣٪ ) .

هذا وتعكس بيانات الجدول التالي رقم ( ٤٢ ) والشكل البياني رقم ( ١٠ ) نسبة الأرباح النقدية الموزعة على حاملي وحدات الصندوق في الفترة من عام ( ١٩٩٠ - ١٩٩٥م ) .

**جدول رقم ( ٤٢ )**

**نسبة الأرباح النقدية الموزعة على حاملي وحدات صندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار للسنوات من ١٩٩٠م - ١٩٩٥م [1]**

القيمة بالألف دولار أمريكي

| السنة / بيان | ١٩٩٠م | ١٩٩١م | ١٩٩٢م | ١٩٩٣م | ١٩٩٤م | ١٩٩٥م |
|---|---|---|---|---|---|---|
| * الأرباح النقدية الموزعة | ١٠ | ٨ | ٧ | ٧ | ١٤ | ١٧,٩٣٨ |
| * المتوسط النسبي لحقوق حاملي الوحدات | ١٠٠ | ١٠٠ | ١٠٠ | ١٠٠ | ٢٠٠ | ٢٥٦,٢٥ |
| * نسبة الأرباح النقدية الموزعة إلى المتوسط النسبي لحقوق حاملي الوحدات | ٪١٠ | ٪٨ | ٪٧ | ٪٧ | ٪٧ | ٪٧ |

**شكل بياني رقم ( ١٠ )**

**اتجاه نسبة الأرباح النقدية الموزعة على حاملي وحدات صندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار للسنوات من عام ١٩٩٠م إلى عام ١٩٩٥م .**

القيمة بالألف دولار أمريكي



| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| سلسلة 2 | 10% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| سلسلة 1 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |

(١) المصدر : التقارير السنوية لصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار ( سنوات مختلفة ) .

ومن بيانات الجدول ( ٤٢ ) والشكل البياني رقم ( ١١ ) السابقين يتبين أن الصندوق تمكن من توزيع أرباح مستقرة نسبيًا وبمعدلات مناسبة خلال السنوات الخمس ( ١٠٪ عام ١٩٩٠م × ٨٪ عام ١٩٩١م × ٧٪ في السنوات من ١٩٩٢ - ١٩٩٥م ) بمتوسط نسبي ( ٧,٧٪ ) للسنوات الخمس ؛ مما يعد مؤشرًا على بروز الصندوق في سعيه لتحقيق هدفه كصندوق للدخل .

* * *

# صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية

## بين النظرية والتطبيق




## الجوانب الشرعية في صناديق الاستثمار

( ويضم تمهيدًا ، ومبحثين )

**تمهيد**

**المبحث الأول : الضوابط الشرعية في سوق رأس المال .**

**المبحث الثاني : التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار .**

* * *



## تمهيد

تتسم شريعة الإسلام بصلاحيتها للتطبيق في كل زمان ومكان ؛ لما تتضمنه من ثوابت ومتغيرات .

فإن الشريعة مبناها وأساسها على الحكم ومصالح العباد في المعاش والمعاد وهي عدل كلها ورحمة كلها ومصالح كلها وحكمة كلها (١) .

يقول اللّٰه تعالى : ﴿ لَقَدْ أَرْسَلْنَا رُسُلَنَا بِالْبَيِّنَاتِ وَأَنزَلْنَا مَعَهُمُ الْكِتَابَ وَالْمِيزَانَ لِيَقُومَ النَّاسُ بِالْقِسْطِ ﴾ (٢) .

لقد جاءت كل الرسالات لتقرَّ في الأرض وفي حياة الخلق ميزانًا ثابتًا ترجع إليه البشرية في كل سكناتها وحركاتها ، ميزانًا لا يحابي أحدًا ؛ لأنه من رب العالمين الذي يزن بالحق الإلهي للجميع ولا يحيف على أحد .

فبهذا الميزان تأمن البشرية من اضطراب الأهواء واختلاف الأمزجة وتصادم المصالح والمنافع .

وبغير هذا الميزان الإلهي الثابت في منهج اللّٰه وشريعته لا يهتدي الناس إلى العدل ، وإن اهتدوا إليه ؛ لم يثبت في أيديهم ميزانه ، وتضطرب حياتهم في مهبِّ الجهالات والأهواء (٣) .

والإسلام حينما ينظر إلى سوق رأس المال ؛ فإنه يضع الموازين فيه ليقوم الناس بالقسط وبالتالي يتحقق الاستقرار في المعاملات ، ويتجنب المتعاملون في هذا السوق الانتكاسات التي تؤدي بالأموال إلى الفناء .

ونظرًا لأن صناديق الاستثمار أحد مؤسسات سوق رأس المال التي تتعامل في هذا السوق ؛ فإنه ليس أمامنا بد حينما نتعرض لمدى شرعية المعاملات في هذه الصناديق من التعرض بصفة عامة للضوابط الشرعية في سوق رأس المال .

---

(١) ابن قيم الجوزية ، أعلام الموقعين عن رب العالمين ، مكتبة الكليات الأزهرية القاهرة ، بدون تاريخ نشر جـ٣ ص٣ .

(٢) الحديد : ٢٥ .

(٣) سيد قطب في ظلال القرآن دار الرسالة بيروت الطبعة الثانية عشرة ١٤٠٦هـ ١٩٨٦م جـ٦ ص٣٤٩٤ .

ومن خلال هذا الفصل سوف نتعرض للجوانب الشرعية في صناديق الاستثمار من خلال مبحثين :

**المبحث الأول : الضوابط الشرعية في سوق رأس المال .**

**المبحث الثاني : التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار .**

## المبحث الأول الضوابط الشرعية في سوق رأس المال

السوق عادة هو المكان أو المؤسسات التي يلتقي عندها البائعون والمشترون ، غير أن وحدة المكان ليست شرطًا أساسيًا لقيام السوق (١) .

وعلى ذلك اختلف مفهوم السوق بالمعنى الاقتصادي عن المعنى التجاري ، فكلمة سوق بالمعنى التجاري تعني : المكان الذي تتجمع فيه السلع ، ويتم فيه نقل الملكية بعد تمام البيع أو الشراء . أما السوق بالمعنى الاقتصادي : فلا يقصد به مكان معين وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كانت على نطاق محلي أو دولي (٢) .

وقد عرف العرب طريقهم إلى السوق ، وقاموا بالرحلات شمالًا إلى الشام صيفًا وجنوبًا إلى اليمن شتاء من أجل التجارة ، وإلى هذا أشار القرآن الكريم في قوله تعالى : ﴿ لِإِيلَٰفِ قُرَيۡشٍ ۝ إِۦلَٰفِهِمۡ رِحۡلَةَ ٱلشِّتَآءِ وَٱلصَّيۡفِ ﴾ (٣) .

وقد كان النبي ﷺ تاجرًا يرتاد الأسواق يضارب بمال السيدة خديجة رضي الله عنها حتى نعى المشركون عليه ذلك في قوله تعالى : ﴿ وَقَالُواْ مَالِ هَٰذَا ٱلرَّسُولِ يَأۡكُلُ ٱلطَّعَامَ وَيَمۡشِي فِي ٱلۡأَسۡوَاقِ لَوۡلَآ أُنزِلَ إِلَيۡهِ مَلَكٞ فَيَكُونَ مَعَهُۥ نَذِيرًا ﴾ (٤) . ورد الله تعالى عليهم بقوله : ﴿ وَمَآ أَرۡسَلۡنَا قَبۡلَكَ مِنَ ٱلۡمُرۡسَلِينَ إِلَّآ إِنَّهُمۡ لَيَأۡكُلُونَ ٱلطَّعَامَ وَيَمۡشُونَ فِي ٱلۡأَسۡوَاقِۗ وَجَعَلۡنَا بَعۡضَكُمۡ لِبَعۡضٖ فِتۡنَةً أَتَصۡبِرُونَۗ وَكَانَ رَبُّكَ بَصِيرٗا ﴾ (٥) .

وعرف سوق المال لأول مرة من خلال الإيطاليين الذين قاموا بتأسيس أول سوق مالي أطلق عليه : البورصة .

وقد اشتق هذا الاسم عن تاجر إيطالي غني كان يسمى « فان دين بورص » Van den Burse وكان يملك فندقًا في مدينة « بريج » Pruges البلجيكية وكان ملتقى

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : الموسوعة العربية الميسرة مرجع سابق ص١٠٣٤ .

(٢) يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي مرجع سابق ص٢٤١ .

(٣) قريش ١ ، ٢ . وانظر إسماعيل بن كثير : تفسير القرآن العظيم ، مكتبة أسامة الإسلامية للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة ١٤٠٠هـ-١٩٨٠م جـ٤ ص٥٥٣ .

(٤) الفرقان : ٧ .

(٥) الفرقان : ٢٠ .

التجار في القرن الخامس عشر لإتمام العمليات التجارية [(١)] .

ويطلق سوق المال على المنشآت التي تتعامل في السلع أو الممتلكات العقارية أو المنقولة .

وسوق التمويل تمثل جزءًا من سوق المال ، وتطلق على المؤسسات المالية التي يلتقي من خلالها من يبحثون عن الأموال ، ومن لديهم فائض يرغبون في استثماره .

ولا تتعامل هذه السوق في السلع والخدمات ، وإنما تتعامل في النقود والوسائل النقدية كالصكوك التي يمكن بها تملك كافة الأصول الأخرى .

وتتكون سوق التمويل من سوق النقد ، وسوق رأس المال ، وتتداول في سوق النقد النقود الجاهزة والأوعية الأخرى القريبة منها ؛ كالودائع الجارية ، وشهادات الودائع ، وأهم مؤسساتها : البنك المركزي ، والبنوك التجارية .

بينما يتعامل سوق رأس المال في الأموال لآجال متوسطة وطويلة وتنقسم هذه السوق إلى نوعين من الأسواق :

**الأولى** : سوق الإصدار أو السوق الأولية Primary Market وتمثل سوق الإصدارات الجديدة التي تسوّق من خلالها الأوراق المالية لأول مرة وتهدف هذه السوق إلى الجمع بين المدخرين والمستثمرين حتى يتم التبادل بين قطاع المال وقطاع المدخرين .

**الثانية** : سوق التداول أو السوق الثانوية Secondary Market ويتم التعامل فيها على أوراق مالية سبق إصدارها ، ومن خلالها يستطيع المستثمرون والمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس .

**وتتمثل أهم مؤسسات سوق رأس المال في مجموعتين :**

**الأولى : مجموعة مصرفية : وتشمل البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار وصناديق الاستثمار وأمناء الاكتتاب .**

**الثانية : مجموعة غير مصرفية : وتتمثل في سوق الأوراق المالية .**

هذا وقد اهتم الإسلام اهتمامًا بالغًا بالأسواق وبما يجري فيها من تعاملات ؛ فعندما أقام النبي ﷺ دولته بالمدينة وجد سوق المدينة في بني قينقاع – أحد أحياء اليهود – وكان هؤلاء اليهود أصحاب السيطرة والنفوذ؛ لما عرف عنهم من الأثرة والظلم وأكل المال

---

(١) نشأت عبد العزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق جـ١ ص٦ .

بالباطل وتعاطي الربا والاحتكار ، وغير ذلك ، فما كان منه ﷺ إلا أن اختار موضعًا آخر يناسب عمليات البيع والشراء وإجراء المبادلات والمعاملات بين الناس وجعله فسيحًا منظمًا وقال : « هَذَا سُوقُكُمْ ، فَلاَ يُنْتَقَصَنَّ ، وَلا يُضْرَبَنَّ عَلَيْهِ خَرَاجٌ » (١) وكان لكل نوع من أنواع المال مكان خاص به ، فهناك مكان للإبل ، وآخر للخيل ، وثالث للغنم ، كما خصصت أماكن لعروض التجارة من القمح والتمر والزيت والسمن وغيرها (٢) .

وهذه السنة الشريفة تذخر بأحاديث الرسول ﷺ عن آداب التعامل في الأسواق حتى خصص الإمام البخاري ﷺ بهذا الخصوص - ثلاثة أبواب في كتابه الجامع الصحيح (٣) .

وهذا الخليفة العادل عمر بن الخطاب ﷺ يحث المتعاملين في الأسواق على معرفة الأحكام الشرعية الخاصة بهذه الأسواق ؛ حتى يتحروا الحلال ويتجنبوا الوقوع في الحرام ، فكان يطوف بالسوق ويضرب بعض التجار بالدُّرَّة ويقول : « لا يبيع في سوقنا إلا من قد تفقَّه في الدين » (٤) .

وقد وضع الإسلام لسوق رأس المال من الموازين القسط ما يحقق له الاستقرار والنماء من خلال ضوابط شرعية تتمثل فيما يلي :

## ١ - حرية المنافسة Freedom of Competition

تظهر حرية المنافسة في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها .

والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق المال جائز في الإسلام ؛ فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق حيث إن التعامل في شريعة الإسلام مبناه على الحرية وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان ، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق

(١) ابن ماجه ، سنن ابن ماجه ، مرجع سابق جـ٢ ص٧٥١ .

(٢) د . محمد الشحات الجندي معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية ، دار النهضة العربية للطبع والنشر القاهرة ١٤٠٩هـ ١٩٨٨م ص١٥ .

(٣) انظر العسقلاني ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، مرجع سابق ، كتاب البيوع باب الأسواق التي كانت في الجاهلية فتبايع بها الناس في الإسلام جـ٤ ص٣٧٦ ، وباب ما ذكر في الأسواق جـ٤ ص٣٩٧ ، وباب كراهية الصخب في الأسواق جـ٤ ص٤٠٢ .

(٤) أبو عيسى بن محمد بن سورة الترمذي : سنن الترمذي مرجع سابق جـ٢ ص ٣٥٧ . وقال : هذا حديث حسن غريب .

حركة التعامل في الأسواق فضلًا عن الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات .

يقول اللَّه تعالى : ﴿ لَا تَأْكُلُوٓاْ أَمْوَٰلَكُم بَيْنَكُم بِٱلْبَٰطِلِ إِلَّآ أَن تَكُونَ تِجَٰرَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ ﴾ (١) .

وروى أنس ﷺ قال : غلا السعر على عهد رسول اللَّه ﷺ فقالوا : يا رسول اللَّه سعِّر لنا فقال : « إِنَّ اللَّهَ هُوَ الْمُسَعِّرُ الْقَابِضُ الْبَاسِطُ الرَّزَّاقُ ، وَإِنِّي لأَرْجُو أَنْ أَلْقَى رَبِّي وَلَيْسَ أَحَدٌ مِنْكُمْ يَطْلُبُنِي بِمَظْلِمَةٍ فِي دَمٍ وَلاَ مَالٍ » (٢) .

وفي هذا يقول الشوكاني : « إن الناس مسلطون على أموالهم والتسعير حجر عليهم والإمام مأمور برعاية مصلحة المسلمين وليس نظره في مصلحة المشتري برخص الثمن أولى من نظره في مصلحة البائع بتوفير الثمن ، وإذا تقابل الأمران وجب تمكين الفريقين من الاجتهاد لأنفسهم وإلزام صاحب السلعة أن يبيع بما لا يرضى به مناف لقوله تعالى : ﴿ إِلَّآ أَن تَكُونَ تِجَٰرَةً عَن تَرَاضٍ ﴾ (٣) وإلى هذا ذهب جمهور العلماء (٤) .

على أن أصحاب السلع إذا ظلموا وتعدوا تعديًا فاحشًا يضر بالسوق عن طريق التحكم في السعر ، فإن التسعير حينئذ يصبح واجبًا لصيانة حقوق الناس ، ومنعًا للاحتكار ، ودفعًا للظلم الواقع عليهم .

**والتسعير على هذا نوعان** : محرم ، وجائز . فإذا تضمن ظلم الناس بثمن لا يرضونه وأكرهوا عليه بغير حق ؛ فهو حرام . وإذا تضمن العدل بين الناس مثل إكراههم على ما يجب عليهم من المعاوضة بثمن المثل ومنعهم مما يحرم عليهم من أخذ الزيادة على عوض المثل ؛ فهو جائز . فإذا باع الناس سلعهم على الوجه المعروف ، وقد ارتفع السعر إما لقلة الشيء ، أو لكثرة الخلق ؛ فهذا إلى اللَّه ، وإكراه الناس أن يبيعوا بقيمة بعينها إكراه غير مشروع . أما إذا امتنع أصحاب السلع عن بيع سلعهم مع ضرورة الناس إليها إلا بزيادة على القيمة المعروفة فهنا وجب بيعهم السلع بقيمة المثل والتسعير هنا جائز وعادل (٥) .

---

(١) النساء : ٢٩ .

(٢) أبو عيسى بن محمد بن سورة الترمذي ، سنن الترمذي مرجع سابق جـ٣ ص ٥٩٧ . وقال : هذا حديث حسن صحيح .

(٣) النساء : ٢٩ .

(٤) محمد بن علي بن محمد الشوكاني ، نيل الأوطار شرح منتقى الأخبار من أحاديث سيد الأخيار ، دار الحديث القاهرة بدون تاريخ نشر جـ٥ ص٢٢٠ .

(٥) انظر : النووي ، المجموع شرح المهذب تحقيق د . محمود مطرجي ، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع بيروت الطبعة الأولى ١٤١٧هـ ١٩٩٦م جـ١٣ ص٤٩ - ٥٠ .

## ٢ - الإفصاح Disclosure

نظرًا لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية .

**ومن وسائل الإفصاح** : نشر القوائم المالية للشركة ، وإرسالها للمساهمين ، والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة ، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي ، ودراسة توقعات السوق ومشاكل التسويق ، وكذلك بيان هياكل الإدارة وصلاحيتها ، وأساليب اتخاذ القرار ، وملاءمة المشروع وسبب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي ، فضلًا عن تحديد المسئولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي .

وقد حرص الإسلام حرصًا بالغًا على الإفصاح بين المتعاملين في الأسواق ، فقد روى البخاري عن حكيم بن حزام ﷺ عن النبي ﷺ قال : « الْبَيِّعَانِ بِالْخِيَارِ مَا لَمْ يَتَفَرَّقَا » - أَوْ قَالَ - « حَتَّى يَتَفَرَّقَا ، فَإِنْ صَدَقَا وَبَيَّنَا ؛ بُورِكَ لَهُمَا فِي بَيْعِهِمَا ، وَإِنْ كَتَمَا وَكَذَبَا ؛ مُحِقَتْ بَرَكَةُ بَيْعِهِمَا » [(١)] .

وروى الترمذي عن إسماعيل بن عبيد بن رفاعة عن أبيه عن جده عن النبي ﷺ قال : « إِنَّ التُّجَّارَ يُبْعَثُونَ يَوْمَ الْقِيَامَةِ فُجَّارًا إِلَّا مَنِ اتَّقَى اللَّهَ ، وَبَرَّ ، وَصَدَقَ » [(٢)] .

وبذلك جعل الإسلام من الإفصاح وسيلة من وسائل تحقيق البركة في الدنيا والنجاة من عذاب اللّه في الآخرة .

## ٣ - تحريم القمار ( الميسر ) Gambling Prohibition

يكشف عالم غربي عن مدى العبث بثروات الأمم في سوق الأوراق المالية فيقول : « يتم التعامل من جانب عدد صغير من الناس ليس لهم شأن عادة بالاستثمار ؛ بل إن مهمتهم هي المقامرة ، واهتمامهم مركّز في سوق سريعة التقلب سريعة التغير ، حيث إن اللعب بطريقة صائبة يمكن المرء من كسب النقود سواء ارتفعت الأسعار أم انخفضت ، وكما ذكر أحد مسئولي مجلس تجارة شيكاغو لمدير الشركات الزراعية عام ١٩٧٥م :

---

(١) العسقلاني ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، مرجع سابق ج٤ ص٣٨٥ .

(٢) أبو عيسى بن محمد بن سورة الترمذي ، سنن الترمذي ، مرجع سابق ج٣ ص٥٠٦ - ٥٠٧ وقال : حديث حسن صحيح .

إن الاستقرار أيها السادة هو الشيء الوحيد الذي لا نستطيع التعامل معه » (١) .

إن النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين على ارتفاع أو هبوط الأسعار من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كلا طرفي المعاوضة - وهي الثمن والسلعة - سعيًا وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار ، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح انتكسوا .

وبهذا قادت هذه المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة ؛ اعتمادًا على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات ، وأيضًا من خلال عمليات الإحراج التي تعتمد على حبس الأوراق المالية من نوع واحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق بعد ذلك ، ومن ثَمَّ لا يجد المتعاملون في هذه النوعية من الأوراق المالية ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها وبالتالي يخضعون لتحكم هؤلاء المحتكرين ويشترون هذه الأوراق بالأسعار التي يفرضونها .

وإلى جانب الإشاعات الكاذبة وعمليات الإحراج توجد الأوامر المتقابلة التي يهدف المقامرون منها إيجاد حركة مصطنعة في السوق عن طريق زيادة عمليات الشراء الصورية إذا كان هدفهم رفع الأسعار وزيادة عمليات البيع الصورية إذا كان هدفهم خفض الأسعار .

وتؤدي المضاربات الرامية إلى تحقيق الأرباح إلى الانحراف عن التصرفات العادية والعقلانية والاتجاه نحو ما يمكن وصفه بالهوس Manias ، أو بالفقاقيع Bubbles ، وكلمة هوس تُشَدِّد على انعدام العقلانية بينما تنذر كلمة فقاقيع بالانفجار وتتجه المضاربة في مراحلها المتقدمة إلى الانفصام عن الأشياء الثمينة حقًّا وتتحول إلى المغريات ويتزايد أعداد الناس الذين يحاولون الثراء السريع دون فهم حقيقي لما تنطوي عليه الأعمال التي انخرطوا فيها ، وعندئذ يبطل العجب من نجاح المبتزين في ابتزازهم ، ومن ازدهار حبائل صيادي القروش ، وتتجه حمى المضاربة إلى أكل نفسها ، وعندما يأتي الوقت الذي تندفع فيه الأكثرية للحاق بالقطار تكون المغامرة قد اقتربت من مرحلتها الأخيرة (٢) .

إن جهاز البورصات لا يعتمد على التقديرات الدقيقة من الغلات المتوقعة في المدة الطويلة ؛ بل يعكس روح الاندفاع ويتلون بالمؤامرات وتهدده الإشاعات ، وبذا فإن

---

(١) فرنسيس مور لابيه جوزيف لوليز صناعة الجوع ( خرافة الندرة ) ترجمة أحمد حسان عبد الواحد ، كتاب عالم المعرفة الكويت العدد ٦٤ أبريل ١٩٨٣م ص٢٣٧ - ٢٣٨ .

(٢) Ravi Batra, The Great Depression of 1929, Dell Bublishing, 1987, PP 136-137.

المضاربة تؤثر تأثيرًا سيئًا في رأس المال ؛ فهي تعتمد على تخمين تقلبات الأسعار في المستقبل بعكس المخاطرة ، والتي تعتمد على جدوى الاستثمار وتتأثر سوق الأوراق المالية في الواقع بالمقامرة أكثر منها بالمخاطرة ، وهكذا تضطرب أسعار القيم ذات الآجال الطويلة ولا تعبر عن جدوى الاستثمار الحقيقية ، وبهذا يصبح الاستثمار وبالتالي الاقتصاد القومي ألعوبة في يد المضاربين يحركونها حسب أهوائهم وطمعهم ، وعلى حد قول كينز : تحولت البورصة من سوق منافسة حرة تحسن تخصيص الموارد إلى نادى للقمار يلعب فيه المضاربين بمقدرات الأمم الاقتصادية (١) .

من أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبائل الشيطان ومكايده للصد عن ذكر الله تعالى وإقامة الصلاة وقد حذر المؤمنين منها ونهاهم عنها فقال تعالى : ﴿ يَـٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓا۟ إِنَّمَا ٱلْخَمْرُ وَٱلْمَيْسِرُ وَٱلْأَنصَابُ وَٱلْأَزْلَـٰمُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ ٱلشَّيْطَـٰنِ فَٱجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ۝٩٠ إِنَّمَا يُرِيدُ ٱلشَّيْطَـٰنُ أَن يُوقِعَ بَيْنَكُمُ ٱلْعَدَٰوَةَ وَٱلْبَغْضَآءَ فِى ٱلْخَمْرِ وَٱلْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَن ذِكْرِ ٱللَّهِ وَعَنِ ٱلصَّلَوٰةِ ۖ فَهَلْ أَنتُم مُّنتَهُونَ ﴾ (٢) .

فالشيطان يسعى جل همه إلى تحقيق العداوة والبغضاء من خلال المقامرة ، وفي ذلك يقول صاحب الظلال : « يحتاج الإنسان إلى طول بحث حتى يرى أن الشيطان يوقع العداوة والبغضاء – في الخمر والميسر – بين الناس . فالخمر بما تفقد من الوعي وبما تثير من عرامة اللحم والدم وبما تهيج من نزوات ودفعات . والميسر الذي يصاحبها وتصاحبه بما يتركه في النفوس من خسارات وأحقاد ؛ إذ المقمور لابد أن يحقد على قامره الذي يستولي على ماله أمام عينيه ويذهب به غانمًا وصاحبه مقمور مقهور ... وأما الصد عن ذكر الله وعن الصلاة فلا يحتاجان إلى نظر ؛ فالخمر تنسي ، والميسر يلهي ، وغيبوبة الميسر لا تقل عن غيبوبة الخمر عند المقامرين ، وعالم المقامر كعالم السكير لا يتعدى الموائد والأقداح والقداح » (٣) .

## ٤ - تحريم الربا Usury Prohibition

يظهر الربا في سوق القطع ( العملات والمعادن النفيسة ) حين يعمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف فهم يشترون العملة المطلوب تسليمها

---

(١) انظر : يوسف كمال محمد ، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج ، مرجع سابق ج٢ ص٢٣٤ ٢٦٥ .

(٢) المائدة : ٩٠ – ٩١ .

(٣) سيد قطب ، في ظلال القرآن ، مرجع سابق ج٢ ص٩٧٦ .

آجلًا ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربًا . لهذا نجد الفرق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل يتوقف على فرق الربا .

فإذا كان سعر الربا بالخارج أكثر منه بالداخل ؛ يكون سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحالي .

أما إذا كان سعر الربا بالخارج أقل منه في الداخل ؛ فإنهم يشترطون سعر صرف آجل أعلى من سعر الصرف الحالي ، فتباع العملة التي تستثمر بسعر فائدة أقل بعلاوة ، بينما تباع العملة التي تستثمر بسعر فائدة أعلى بخصم أي أن العلاقة عكسية بين معدل الفائدة والسعر الآجل للعملة (١) .

ويظهر أثر الربا في سوق الأوراق المالية حينما ترفع الدولة سعر الربا ، فمعلوم أن مكونات سوق الأوراق المالية عبارة عن أسهم وسندات ، فإذا انخفضت قيمة السندات ارتفع سعر الربا ، والعكس ، وقد ذكر كينز أن هذه الآفة هي المحرك لاكتناز النقود للمضاربة بمعنى المقامرة على السندات Liquidiy Preference (٢) .

ويظهر الربا في سوق الأوراق المالية - أيضًا - عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من المصارف وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية ، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي Marginal فإذا كان الهامش المطلوب للإقراض على الأوراق المالية ( ٧٠٪ ) فإن المصارف التي تمول شراء الأوراق المالية تقرض ( ٣٠٪ ) من سعر الشراء والمشتري يدفع نقدًا ( ٧٠٪ ) من هذا السعر .

ويتوقع القائم بعملية الشراء الهامشي أن ترتفع أسعار الأوراق المالية في المستقبل ، ومن ثَم يقوم ببيع الأوراق المالية التي سبق أن اشتراها محققًا من وراء ذلك ربحًا ، ولاشك أن المستثمر في هذه الحالة سوف يتحمل بقيمة الفوائد المقررة على القرض والمستثمر في عملية الشراء الهامشي يعتمد على فكرة الرفع المالي في مضاعفة أرباحه ، وليس من شك أنه إذا لم تصدق توقعاته في المستقبل سوف يتحمل خسائر فادحة وهذه هي سمة الرفع المالي أنه سلاح ذو حدين (٣) .

---

(١) سيد عيسى ، أسواق وأسعار صرف النقد الأجنبي ، أنتاكو للطباعة القاهرة ١٩٦٤م ص٢٧ .

(٢) J . M . Keynes, The General Theory of Employment, Inerest and Money, Macmillan, 1983,P.174 .

(٣) جلال إبراهيم العبد ، كيف تستثمر أموالك في عقود الاختيارات ، كتاب الأهرام الاقتصادي القاهرة العدد ١٢٧ أغسطس ١٩٩٨م ص٢١ .

من أجل ذلك لم يبلغ أمر أراد الإسلام إبطاله من أمور الجاهلية ما بلغ من تفظيع الربا ولا بلغ من التهديد في اللفظ والمعنى ما بلغ التهديد في أمر الربا ﴿ يَـٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوا۟ ٱتَّقُوا۟ ٱللَّهَ وَذَرُوا۟ مَا بَقِىَ مِنَ ٱلرِّبَوٰٓا۟ إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ۝ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا۟ فَأْذَنُوا۟ بِحَرْبٍ مِّنَ ٱللَّهِ وَرَسُولِهِۦ ۖ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَٰلِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾ (١) .

يقول صاحب الظلال : « ولله الحكمة البالغة ؛ فلقد كانت للربا في الجاهلية مفاسده وشروره ، ولكن الجوانب الشائهة القبيحة من وجهه الكالح ما كانت كلها بادية في مجتمع الجاهلية كما بدت اليوم وتكشفت في عالمنا الحاضر ... والبشرية الضالة التي تأكل الربا وتوكله تنصب عليها البلايا الماحقة الساحقة من جراء هذا النظام الربوي في أخلاقها ودينها وصحتها واقتصادها ، وتتلقى – حقًّا – حربًا من الله تصب عليها النقمة والعذاب » (٢) .

## ٥ - تحريم النجش

ويقع النجش عند مواطأة البائع ممن يزايد على السلعة غير قاصد الشراء لدفع الغير لشرائها بثمن مرتفع أو يدخل فيه من يخبر أنه اشترى السلعة بأكثر مما اشتراه ليضر غيره (٣) .

ويظهر النجش في أسواق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب ، والعرض على الأوراق المالية في السوق ، واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق الذين يتحركون بغريزة الخوف لا بدافع العقل .

والإسلام يرفض هذا الخداع الباطل فعن ابن عمر رضي الله عنهما قال : « نهى النبي ﷺ عن النجش » (٤) .

وقال ابن أبي أوفى : الناجش آكل ربًا خائن ، وهو خداع باطل لا يحل ، قال النبي ﷺ : « الخديعة في النار ، ومن عمل عملًا ليس عليه أمرنا فهو رد » (٥) .

---

(١) البقرة : ٢٧٨ – ٢٧٩ .

(٢) سيد قطب في ظلال القرآن مرجع سابق ج١ ص٣١٨ .

(٣) الشوكاني نيل الأوطار مرجع سابق ص١٦٦ .

(٤) العسقلاني فتح الباري بشرح صحيح البخاري مرجع سابق ج٤ ص٤١٦ .

(٥) المرجع السابق نفس الموضع .

## ٦ - تحريم الاحتكار Monopoly Prohibition

يظهر الاحتكار في أسواق الأوراق المالية بما يسمى عمليات الإحراج والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملًا آجلًا للوفاء بالتزامهم عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك .

إن عمليات التحكم في أسعار الأوراق المالية التي استنبطها المتآمرون لا تقع تحت حصر ، وإن سجل التجديد والابتكار في هذا المجال حافل وشامل ؛ فهدف السيطرة على الشركة ذاتها أصبح في أمريكا غاية في السهولة فالأيدي تستبدل الشركات بسرعة وبأعداد لم يسبق لها مثيل ، وقد برزت أسماء مجموعة من هؤلاء المتآمرين الذين احترفوا المتاجرة بالشركات وحققوا أرباحًا خيالية من وراء نمو حجم الشركات التي يجري المتاجرة بها ، وهذه المجموعة - يمكن مناداتها بمجموعة الاثني عشر - مؤلفة من كبار اللاعبين في وول ستريت ، وتعود شهرتهم إلى ممارستهم في السوق ؛ فمثلًا يقومون بشراء كميات كبيرة من أسهم شركة ضعيفة لإرهاب رؤسائها ودفعهم إلى إعادة شراء تلك الأسهم بعلاوة تفوق بكثير أسعار السوق ، أو يقومون بإشعال فتيل الاستيلاء على إحدى الشركات وينتظرون الوقت المناسب لبيع أسهم تلك الشركة إلى مالكيها الجدد بربح كبير ومن هنا يعتبر رجال الأعمال الورقيين المسئولين الرئيسيين عن الفوضى والاضطراب اللَّذَين أصابا الصناعة في أمريكا في المقام الأول [١] .

ومن أجل هذا حارب الإسلام الاحتكار وجعله محرمًا ؛ فعن معمر بن عبد الله ﷺ أن النبي ﷺ قال : « لاَ يَحْتَكِرُ إِلَّا خَاطِئٌ » [٢] .

## ٧ - تحريم الغرر Delusion Prohibition

يطلق الغرر على البيوع التي تحتوي على جهالة وخداع والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن .

يقول ابن تيمية : « الغرر هو المجهول العاقبة » [٣] .

(١) الاتحاد العربي ، للبورصات العربية ، مجلة البورصات العربية السنة الأولى العدد الثالث سبتمبر ١٩٨٥م ص٣٤ - ٣٥ .

(٢) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق ج١١ص٤٣ .

(٣) ابن تيمية ، القواعد النورانية ، مطبعة السنة المحمدية القاهرة الطبعة الأولى ١٩٥١م ص٣٨ .

وقد حرمه الإسلام ؛ فعن أبي هريرة ﷺ « أن النبي ﷺ نهي عن بيع الحصاة وبيع الغرر » [(١)] .

يقول الإمام النووي : « النهي عن بيع الغرر أصل من أصول الشرع يدخل تحته مسائل كثيرة جدًّا . ويستثنى من بيع الغرر أمران : أحدهما : ما يدخل في المبيع تبعًا بحيث لو أفرد لم يصح بيعه . والثاني : ما يتسامح بمثله إما لحقارته أو للمشقة في تمييزه أو تعيينه » [(٢)] .

**والغرر يشمل عدة صور** : منها : الجهالة في الوجود أو الحصول أو الأجل ؛ فقد يكون المبيع محتمل الحصول وعدمه ، وفي بعض الصور غير محدد في نوعه ومقداره ، وفي بعضها مجهول الحالة والصفة جريًا وراء ربح يزيد عن الحد في مقابل خسارة تفوق المعتاد تتوقف على تحديد النتيجة ومن أعراضه تعلق العقد على خطر [(٣)] .

فإذا حدث وكانت العمليات في البورصة تتم دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل والتعامل يتم بغرض فروق الأسعار ؛ فلا البائع يسلم ما باعه ، ولا المشتري يستلم ما اشتراه ، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ولا يدفع في مجلس العقد السلع تباع ، وهي في ذمة البائع الأول قبل أن يحوزها المشتري الأول ، وهذا على خلاف بيع السلم المباح شرعًا والذي يوجب أن يدفع ثمن السلعة في مجلس العقد وأن لا يباع المبيع قبل قبضه ؛ فإن هذه العمليات تدخل تحت بيوع : بيع الإنسان ما ليس عنده ، وبيع ما لم يقبض ، وبيع الكالئ بالكالئ ؛ التي تحرمها شريعة الإسلام .

### أ - بيع الإنسان ما ليس عنده :

نهي الإسلام عن بيع الإنسان ما لا يملك ، فعن حكيم بن حزام ﷺ قال : قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيسألني عن البيع ليس عندي ما أبيعه منه ثم ابتاعه من السوق فقال : « لاَ تَبِعْ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ » [(٤)] .

يقول ابن القيم : « فبائع ما ليس عنده من جنس بائع الغرر الذي قد يحصل وقد لا يحصل ، وهو جنس القمار والميسر والمخاطرة مخاطرتان : مخاطرة التجارة ؛ وهو أن

---

(١) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق ج١٠ ص١٥٦ - ١٥٧ .
(٢) الشوكاني ، نيل الأوطار ،مرجع سابق ج٥ ص١٤٨ .
(٣) يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ص٢٧٨ - ٢٧٩ .
(٤) الترمذي ، سنن الترمذي ، مرجع سابق ج٣ ص٥٢٥ .

يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على اللَّه في ذلك .

**والخطر الثاني** : الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل فهذا الذي حرمه اللَّه ورسوله ... بخلاف التاجر الذي اشترى السلعة ثم بعد هذا نقص سعرها ؛ فهذا مِنَ اللَّه ليس لأحد فيه حيلة ، ولا يتظلم مثل هذا البائع . وبيع ما ليس عنده من قسم القمار والميسر ؛ لأنه قصد أن يربح على هذا لما باع ما ليس عنده والمشتري لا يعلم أنه يبيعه ثم يشتري من غيره ، وأكثر الناس لو علموا ذلك لم يشتروا منه ؛ بل يذهبون ويشترون من حيث اشترى هو ، وليست هذه المخاطرة مخاطرة التجار ، بل مخاطرة المستعجل بالبيع قبل القدرة على التسليم ، فإذا اشترى التاجر السلعة وصارت عنده ملكًا وقبضًا فحينئذ دخل في خطر التجارة وباع بيع التجارة كما أحله اللَّه » (١) .

فالإسلام حرم بيع الإنسان ما ليس عنده ؛ لما فيه من الغرر المتمثل في عدم القدرة علي التسليم أما إذا كان هناك قدرة على التسليم فلا بأس في ذلك كبيع السَّلم .

ويشمل بيع ما ليس عنده ما لا يملك عند العقد الناجز أو الآجل فضلًا عن بيع المعدوم (٢) .

وعلى ذلك يعد من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده البيع على المكشوف الذي لا يمتلك البائع فيه الأوراق المالية التي يبيعها ، وإنما يدخل السوق مضاربًا على الهبوط متوقعًا انخفاض السعر في تاريخ التصفية ، وحينئذ يكون بوسعه أن يشتري ذات الكمية من الأوراق التي تعاقد على بيعها سلفًا بسعر أقل من السعر الذي باع به ، ويحقق هامشًا من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء .

كما تُعَدُّ المعاملة على المشتقات Derivatives - أيضًا - من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده ؛ حيث تمثل المشتقات قيمًا تشتق من قيم أخرى بقصد المضاربة ، وهي علاقات تعاقدية غير مرتبطة بأصول ولكن التزام بين طرفين يتعلق بسعر فائدة أو عملة أو سهم ينتج عنها سلع وهمية في السوق يتم المقامرة عليها ، ومن هذه المشتقات عقود المستقبليات Futures وعقود الاختيار Options .

وعقود المستقبليات يتم فيها الاتفاق على شراء أو بيع كمية من أدوات مالية ( مؤشر بورصة عملات ... ) لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه الآن في سوق المال .

---

(١) ابن القيم الجوزية زاد المعاد في هدي خير العباد ، تحقيق شعيب الأرنؤوط ، عبد القادر الأرنؤوط ، مؤسسة الرسالة بيروت ، مكتبة المنار الإسلامية الكويت الطبعة الخامسة عشرة ١٤٠٧هـ = ١٩٨٧م ج٥ ص٨١٥ - ٨١٦ .

(٢) انظر : يوسف كمال محمد ، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج ، مرجع سابق ج٢ ص٢٧٤ .

وفي عقود الاختيار يتم الاتفاق على شراء أو بيع لحق في شراء ، أو بيع كمية معينة من أصل مالي معين ، بسعر معين ، خلال أجل معين ، ومقابل علاوة يدفعها مشتري الحق ، سواء حق بيع ، أو حق شراء ، يقبضها البائع مقابل التزامه بالتنفيذ في حالة طلب المشتري تنفيذ الحق ؛ إلا أنه لا يلزم الأمر دائمًا حدوث تسوية في نهاية أجل الخيارات (١) .

وهكذا نجد أن السلعة والتي تمثل المعقود عليه في البيوع الآجلة سواء كانت عقود مستقبليات أو خيارات لا وجود لها عند إنشاء العقد عند البائع ، ولا يعد الشيء موجودًا إذا كان محتمل الوجود أو لم يكن وجوده يقينًا ، ومن هنا فإن هذه البيوع تحرمها شريعة الإسلام ؛ لأنها من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده .

**ب - بيع ما لم يقبض :**

نهى الإسلام عن بيع الإنسان ما اشتراه قبل القبض و فعن عبد اللّه بن عمر رضي الله عنهما أن رسول اللّه ﷺ قال : « مَنِ اشْتَرَى طَعَامًا فَلاَ يَبِعْه حَتَّى يَسْتَوْفِيَهُ وَيَقْبِضَهُ » (٢) .

وعن حكيم بن حزام رضي الله عنه قال : قلت : يا رسول اللّه إني أشتري بيوعًا ما يحل لي منها وما يحرم علي ؟ قال : « فإذا اشتريت بيعًا فلا تبعه حتى تقبضه » (٣) .

وعن زيد بن ثابت رضي الله عنه : « أن النبي ﷺ نهى أن تباع السلعة حيث تبتاع ؛ حتى يحوزها التجار إلى رحالهم » (٤) .

وعن مالك رضي الله عنه : « أنه بلغه أن صكوكًا خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار ، فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها ، فدخل زيد بن حارثة ورجل من أصحاب النبي ﷺ على مروان بن الحكم فقالا : أتحل بيع الربا يا مروان؟ فقال : أعوذ باللّه ! وما ذلك ؟ فقالا : هذه الصكوك تبايعها الناس ثم باعوها قبل أن يستوفوها ، فبعث مروان بن الحكم الحرس يتبعونها فينزعونها من أيدي الناس ويردونها إلى أهلها » (٥) .

(١) انظر المبحث الثاني من هذا الباب .

(٢) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق ج١٠ ص١٧٠ .

(٣) الإمام أحمد بن حنبل ، المسند ، مرجع سابق ج٥ ص٢٢٧ .

(٤) الدارقطني ، سنن الدارقطني تحقيق السيد عبد اللّه هاشم المدني ، دار المحاسن للطباعة والنشر القاهرة ١٣٨٦هـ ١٩٩٦م ج٣ ص١٣ .

(٥) الإمام مالك بن أنس ، الموطأ ، مرجع سابق ج٢ ص٦٤١ .

ويحصل بيع ما لم يقبض في بيع ما لا يملك حاضرًا أو آجلًا واستثنى في السَّلَم بشروطه فعن ابن عباس ﷺ أن النبي ﷺ قال : « مَنِ ابْتَاعَ طَعَامًا فَلاَ يَبِعْهُ حَتَّى يَسْتَوْفِيَهُ » (١) قال ابن عباس : « وَأَحْسِبُ كُلَّ شَيْءٍ مِثْلَهُ » (٢) .

**وعلة تحريم بيع السلع قبل قبضها** : أن البائع إذا باعها ولم يقبضها المشتري ؛ فإنها تبقى في ضمانه ، فإذا هلكت كانت خسارتها عليه دون المشتري ، فإذا باعها المشتري في هذه الحال وربح فيها كان رابحًا لشيء لم يتحمل فيه تبعة الخسارة ، وفي هذا يرى أصحاب السنن أن رسول اللَّه ﷺ نهي عن بيع ربح ما لم يضمن ، كما أن المشتري الذي باع ما اشتراه قبل قبضه يماثل من دفع مبلغًا من المال إلى آخر ليأخذ في نظيره مبلغًا أكثر منه ، إلا أن هذا أراد أن يحتال على تحقيق قصده بإدخال السلعة بين العقدين فبكون ذلك أشبه بالربا وقد فطن إلى هذا ابن عباس ﷺ وقد سئل عن سبب النهي عن بيع ما لم يقبض فقال : « ذاك دراهم بدراهم والطعام مرجأ » (٣) .

وفي سوق الأوراق المالية تقوم بعض البيوع الآجلة على بيع الإنسان ما اشتراه قبل أن يقبضه ، وهو ما يسمى بالبيع على المكشوف كما أن عقود المستقبليات والخيارات ينتفي فيها الملك والقدرة على التسليم ويسوى الفرق ربحًا أو خسارة ، أو يتم نقل المراكز ببيع ما اشترى ، أو شراء ما تم بيعه دون قبض ، وهو ما يفتح أبواب المغامرات والمقامرات مما يفسد البيع باتفاق الفقهاء .

### حـ - بيع الدين بالدين :

**ويطلق على هذا البيع – أيضًا – بيع الكالئ بالكالئ .**

يقول ابن القيم : « والكالئ هو المؤخر الذي لم يقبض كما لو أسلم شيئًا في الذمة وكلاهما مؤخر فهذا لا يجوز بالاتفاق وهو بيع كالئ بكالئ » (٤) .

**وأصل التحريم في بيع الدين بالدين** : هو ما جاء في الحديث الصحيح الذي ينهي عن بيع الغرر ، واتفاق الفقهاء على أن بيع الكالئ بالكالئ يدخل في الغرر الكثير وليس الأصل في تحريمه ، كما يتوهم البعض : حديث النهي عن بيع الكالئ بالكالئ ، وهو

---

(١ ، ٢) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق ج١٠ ص١٦٨ .

(٣) العسقلاني ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، مرجع سابق ج٤ ص٤٠٧ ، وانظر سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ج٣ ص١٣٩ .

(٤) ابن القيم الجوزية ، أعلام الموقعين عن رب العالمين ، مرجع سابق ج٢ ص٨ .

حديث ضعيف الإسناد فتأجيل تسليم رأس المال بذلك يكون من قبيل بيع الكالئ بالكالئ ، وهو متفق بين الفقهاء على تحريمه ، وتلقت الأمة حديثه رغم ضعفه بالقبول .

ويقول ابن عرفة المالكي : « وتلقي الأمة هذا الحديث بالقبول يغني عن طلب الإسناد فيه كما قالوا في : « لا وصية لوارث » وهذا أصل تشريعي وأساس مقرر في نظر المحققين من المحدثين والفقهاء » (١) .

يقول ابن رشد : « وأما النسيئة بين الطرفين : فلا يجوز بإجماع لا في عين ولا في ذمة ؛ لأنه الدين بالدين المنهي عنه » (٢) .

وجزم ابن حزم ببطلان بيع الدين بالدين لا بنقد ولابدين ولا بعين ولا بعرض (٣) .

وفي أسواق الأوراق المالية يوجد بعض العقود التي تتم مع تأجيل طرفي المعاوضة الثمن والمثمن فالمعاملة على المستقبليات والاختيارات لا تسلم فيها سلعة ولا يدفع فيها ثمن ، وهذا من قبيل بيع الدين بالدين المنهي عنه باتفاق الفقهاء .

وهكذا نجد أن اللّٰه حمى بشريعته الأمة من أن تتردى في هوة المقامرة وتشقى بمعصيته وذلك بأن وضع لها حصونًا تحميها وقلاعًا تدرأ عنها ممثلة في أوامره ونواهيه ومن أعظم هذه القلاع النهي عن بيع الدين بالدين الذي يغلق الباب بإحكام على انحرافات البيع والشراء الوهمي والنهي عن بيع ما ليس عنده ، الذي يغلق الباب بإحكام على انحرافات البدع الجديدة ؛ كالخيارات ، والمستقبليات ، والنهي عن النجش الذي يغلق الباب بإحكام على مضاربات الصعود والهبوط المصطنعة ، ومن ثَم فهي قلاع حامية للأمة من غوائل الانحراف المالي الذي يهدد استقرارها الاقتصادي ويشيع أكل أموال الناس بالباطل (٤) .

**وقد حرص مجمع الفقه الإسلامي على بيان الحكم الشرعي في معاملات سوق الأوراق المالية من خلال فتواه التي جاء فيها ما يلي :**

« بعد اطلاعه على حقيقة سوق الأوراق المالية والبضائع ( البورصة ) وما يجري فيها من عقود عاجلة وآجلة على الأسهم وسندات القروض والبضائع والعملات الورقية

---

( ١ ) انظر : التاج والإكليل شرح مختصر خليل ، مطبعة السعادة القاهرة ١٣٢٩هـ ج٤ ص١٦٧ .

( ٢ ) ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، تحقيق عبد الحليم محمد عبد الحليم ، دار الكتب الإسلامية القاهرة الطبعة الثانية ١٤٠٣هـ ١٩٨٣م ج٢ ص١٥٧ .

(٣) انظر : ابن حزم ، المحلى ، تحقيق أحمد محمد شاكر ، دار التراث القاهرة بدون تاريخ نشر ج٩ ص٦ .

( ٤ ) يوسف كمال محمد ، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج ، مرجع سابق ص٢٧٦ .

ومناقشتها في ضوء أحكام الشريعة يقرر ما يلي :

**أولًا** : أن غاية السوق المالية ( البورصة ) هي إيجاد سوق مستمرة ودائمة يتلاقى فيها العرض والطلب والمتعاملون بيعًا وشراء وهذا أمر جيد ومفيد ويمنع استغلال المحترفين للغافلين والمسترسلين الذين يحتاجون إلى بيع أو شراء ولا يعرفون حقيقة الأسعار ولا يعرفون المحتاج إلى البيع ومن هو محتاج إلى الشراء .

ولكن هذه المصلحة الواضحة يواكبها في الأسواق المذكورة ( البورصة ) أنواع من الصفقات المحظورة شرعًا والمقامرة والاستغلال وأكل أموال الناس بالباطل ، ولذلك لا يمكن إعطاء حكم شرعي عام بشأنها ؛ بل يجب بيان حكم المعاملات التي تجري فيها كل واحد منها على حدة .

**ثانيًا** : أن العقود العاجلة على السلع الحاضرة الموجودة في ملك البائع التي يجري فيها القبض فيما يشترط له القبض في مجلس العقد شرعًا هي عقود جائزة ما لم تكن عقودًا على محرم شرعًا ، أما إذا لم يكن المبيع في ملك البائع ؛ فيجب أن تتوافر فيه شروط بيع السلم ، ثم لا يجوز للمشتري بعد ذلك بيعه قبل قبضه .

**ثالثًا** : أن العقود العاجلة على أسهم الشركات والمؤسسات حين تكون تلك الأسهم في ملك البائع جائزة شرعًا ما لم تكن تلك الشركات أو المؤسسات موضوع تعاملها محرم شرعًا ؛ كشركات البنوك الربوية ، وشركات الخمور ؛ فحينئذ يحرم التعاقد في أسهمها بيعًا وشراء .

**رابعًا** : أن العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة شرعًا ؛ لأنها معاملات تجري بالربا المحرم .

**خامسًا** : أن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري علي المكشوف - أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في السوق المالية ( البورصة ) - غير جائزة شرعًا ؛ لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتمادًا على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد وهذا منهي عنه شرعًا لما صح عن رسول اللَّه أنه قال : « لاَ تَبِعْ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ » . وكذلك ما رواه الإمام أحمد وأبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت ﷺ « أن النبي ﷺ نَهَى أَنْ تُبَاعَ السِّلَعُ حَيْثُ تُبْتَاعُ حَتَّى يَحُوزَهَا التُّجَّارُ إِلَى رِحَالِهِمْ » .

**سادسًا** : ليست العقود الآجلة في السوق المالية ( البورصة ) من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية ؛ وذلك للفرق بينهما من وجهين :

أ - في السوق المالية ( البورصة ) لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية بينما أن الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد .

ب - في السوق المالية ( البورصة ) تباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشترين غير الفعليين مخاطرة منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه .

وبناء على ما تقدم يرى المجمع الفقهي الإسلامي أنه يجب على المسئولين في البلاد الإسلامية أن لا يتركوا أسواق البورصة في بلادهم حرة تتعامل كيف تشاء في عقود وصفقات ، سواء أكانت جائزة أم محرمة ، وأن لا يتركوا للمتلاعبين بالأسعار فيها أن يفعلوا ما يشاءون ؛ بل يوجبون فيها مراعاة الطرق المشروعة في الصفقات التي تعقد فيها ويمنعون العقود غير الجائزة شرعًا ليحولوا دون التلاعب الذي يجر إلى الكوارث المالية ويخرب الاقتصاد العام ، ويلحق النكبات بالكثيرين ؛ لأن الخير كل الخير في التزام طريق الشريعة الإسلامية في كل شيء .

قال تعالى : ﴿ وَأَنَّ هَٰذَا صِرَٰطِي مُسۡتَقِيمٗا فَٱتَّبِعُوهُۖ وَلَا تَتَّبِعُواْ ٱلسُّبُلَ فَتَفَرَّقَ بِكُمۡ عَن سَبِيلِهِۦۚ ذَٰلِكُمۡ وَصَّىٰكُم بِهِۦ لَعَلَّكُمۡ تَتَّقُونَ ﴾ (١) .

* * *

(١) سورة الأنعام/ ١٥٣ وانظر : قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي ، مطبوعات رابطة العالم الإسلامي مكة المكرمة الدورة السابعة القرار الأول ص١٢٠ - ١٢٥ .

صناديق الاستثمار من مجالات الاستثمار الجديدة والمستحدثة في واقعنا المعاصر .

ولم تعرف مصر هذا المسمى في قوانينها إلا عام ( ١٩٩٢م ) من خلال قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بالرغم من كونها أسبق دولة عربية في تأسيس سوق للأوراق المالية من خلال بورصة الإسكندرية سنة ١٨٨٠م .

ولما كان الإسلام يحمل في شريعته عوامل الاستمرارية والبقاء ؛ فهو لا يضيق ذرعًا بالجديد ، ولا يتنكر له ما دام هذا الجديد يحقق مصالح العباد ؛ بل إنه يزكيه ويباركه ويفتح السبيل أمامه .

لذا كانت هذه المعاملة المستحدثة تحمل اهتمامًا كبيرًا من الذين يحملون الفكرة الاقتصادية الإسلامية ويسعون إلى تنفيذها على أرض الواقع ، فكان لمجموعة دلة البركة السبق في تأسيس شركتي التوفيق للصناديق الاستثمارية (١) والأمين للأوراق المالية بالبحرين سنة ( ١٩٨٧م ) لتتعامل وفقًا لأحكام الشريعة الإسلامية .

ومن خلال هذا المبحث سوف نتعرض إلى التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار بصفة عامة ؛ ولصناديق الاستثمار في مصر بصفة خاصة ، وذلك من خلال تعرضنا لهذه الصناديق من حيث شكلها القانوني ، وشخصيتها المعنوية ، والعلاقة بين أطراف التعاقد فيها ، واستخدامات أموالها ، وتداول وثائقها ، واستردادها ، فضلًا عن التنضيض الحكمي فيها وزكاة أموالها .

## أولًا : التكييف الشرعي للشكل القانوني لصناديق الاستثمار

قد يتخذ الشكل القانوني لصناديق الاستثمار شكل الشركات المساهمة ، أو شكل صناديق تنشئها البنوك وشركات التأمين وفقًا لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م (٢) .

وسوف نتعرض للتكييف الشرعي لهذين الشكلين من صناديق الاستثمار فيما يلي : -

---

( ١ ) راجع المبحث الثالث من الفصل الثاني .

( ٢ ) راجع المبحث الثالث من الفصل الثاني .

## ( ١ ) صناديق استثمار الشركات المساهمة :

تأخذ هذه الصناديق شكل الشركة المساهمة وللوقوف على مشروعية هذه الصناديق ، فإنه لابد لنا من التعرض إلى نظرة الفقه الإسلامي لشركة المساهمة .

### أ - ماهية شركة المساهمة :

الشركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول ، ولا يكون كل شريك فيها مسئولًا عن ديون الشركة إلا بقدر ما يملكه من أسهم ، ولا تقترن باسم أحد الشركاء ، وإنما يكون لها اسم يشتق من الغرض من إنشائها (١) .

### ب - شركة المساهمة في الفقه الإسلامي :

تكاد الكتابات الفقهية المعاصرة في موضوع الشركة المساهمة تجمع على تصور واحد للشركة المساهمة الحديثة وهي : « أنها صيغة من صيغ شركة العنان » (٢) .

**فقد جاء في أقوال الفقهاء المعاصرين عن الشركة المساهمة :**

« وشركة المساهمة تنطبق عليها قواعد شركة العنان من شركات الأموال في الفقه الإسلامي » (٣) .

« والشركة المساهمة هي عبارة عن شركة عنان باتفاق جمهور الفقهاء المعاصرين » (٤) .

« والشركة المساهمة جائزة شرعًا ؛ لأنها شركة عنان » (٥) .

« وشركة المساهمة الخالية من الربا والشروط المحرمة ؛ جائزة شرعًا ، وتنطبق عليها

---

(١) انظر : القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م بإصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة ومذكرته الإيضاحية ، إعداد ومراجعة فؤاد حسن أحمد عبد الله عبد الستار فرج خليل ، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية القاهرة ١٩٨٢م المادة الثانية ص٧ .

(٢) د . محمد بن علي القري ، نحو تصور جديد للشركة المساهمة الحديثة وتداول الأسهم ، دراسة قانونية فقهية ، ورقة مقدمة إلى حلقة العمل التي ينظمها المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة والمجمع الفقهي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجدة ١٤١٨هـ ص١٣ .

(٣) د . عبد العزيز الخياط : الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ج٢ ص٢٠٨ .

(٤) انظر : د . محمد بن علي القري ، نحو تصور جديد للشركة المساهمة الحديثة وتداول الأسهم دراسة قانونية فقهية ، مرجع سابق نفس الموضع .

(٥) انظر : المرجع السابق نفس الموضع .

قواعد شركة العنان ، وهي إما شركة عنان بحتة ، أو عنان ومضاربة » [١] .

وبناء على ذلك اتجهت كل الدراسات الفقهية المعاصرة إلى محاولة فهم جوانب الشركة المساهمة الحديثة بما لا يخرجها عن شركة عنان بحتة [٢] ، أو عنان ومضاربة .

### جـ - دليل مشروعية شركة المساهمة :

إن الدليل على مشروعية شركة المساهمة هو نفسه الدليل الذي شرعت به شركة العنان وشركة المضاربة كما يلي :

**١ - دليل مشروعية شركة العنان** : شركة العنان تعني اشتراك اثنين بماليهما على أن يعملا فيه بأبدانهما والربح بينهما ، وهذا المعنى متفق عليه بين الفقهاء تقريبًا وإن اختلفت ألفاظهم في التعبير عنه [٣] .

وقد ثبتت مشروعية شركة العنان بالكتاب والسنة والإجماع والمعقول .

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ ٱلْخُلَطَآءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوا۟ وَعَمِلُوا۟ ٱلصَّٰلِحَٰتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ ﴾ [٤] .

وقوله تعالى : ﴿ ضَرَبَ ٱللَّهُ مَثَلًا رَّجُلًا فِيهِ شُرَكَآءُ مُتَشَٰكِسُونَ وَرَجُلًا سَلَمًا لِّرَجُلٍ هَلْ يَسْتَوِيَانِ مَثَلًا ٱلْحَمْدُ لِلَّهِ بَلْ أَكْثَرُهُمْ لَا يَعْلَمُونَ ﴾ [٥] .

وقوله تعالى : ﴿ فَإِن كَانُوٓا۟ أَكْثَرَ مِن ذَٰلِكَ فَهُمْ شُرَكَآءُ فِى ٱلثُّلُثِ ﴾ [٦] .

---

(١) صالح بن زابن المرزوقي : شركات المساهمة في النظام السعودي دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي ، رسالة دكتوراه غير منشورة جامعة أم القرى مكة المكرمة ١٤٠٣هـ ص٢٩٩ .

(٢) انظر : د . محمد بن علي القري ، نحو تصور جديد للشركة المساهمة الحديثة وتداول الأسهم ، مرجع سابق نفس الموضع . هذا ومن الجدير بالذكر أن الفقهاء المعاصرين تباينت آراؤهم في موقفهم من مشروعية الشركة المساهمة فيما بين التحريم والإباحة مطلقًا والإباحة شريطة الخلو من الربا إلا لضرورة والإباحة شريطة الخلو من الربا وعدم تعامل الشركة في محرم وقد آثرنا أن لا ندخل في تفاصيل اختلافات الفقهاء مكتفين بما يخدم غرض بحثنا ولمزيد من آراء الفقهاء في هذا الموضوع انظر : د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ج٢ ص١٥٣ - ٢٣٥ ، سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ص٢٤٨ - ٢٧٠ ، الضوابط الشرعية للاستثمار في الشركات المساهمة ، أبحاث متنوعة مقدمة لمجمع الفقه الإسلامي بجدة والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بجدة ١٤١٨هـ .

(٣) انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٥ ص١٦ . د . محمد صلاح الصاوي مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص١٤٨ .

(٤) سورة ص : ٢٤ . (٥) سورة الزمر : ٢٩ . (٦) سورة النساء : ١٢ .

**ومن السنة الشريفة منها ما هو قولي وما هو تقريري : فمن السنة القولية** : ما رواه أبو داود عن أبي هريرة ﷺ عن النبي ﷺ أن الله تعالى يقول : « أَنَا ثَالِثُ الشَّرِيكَيْنِ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ ، فَإِذَا خَانَهُ ، خَرَجْتُ مِنْ بَيْنِهِمَا » (١) .

وما رواه أحمد عن أبي المنهال : أن زيد بن أرقم والبراء بن عازب كانا شريكين فاشتريا فضة بنقد ونسيئة فبلغ ذلك النبي ﷺ فأمرهما : « أَنَّ مَا كَانَ بِنَقْدٍ فَأَجِيزُوهُ ، وَمَا كَانَ بِنَسِيئَةٍ فَرُدُّوهُ » (٢) .

**ومن السنة التقريرية** : ما أقره النبي ﷺ لأصحابه في تعاملهم في الشركة ، فعن السائب بن أبي السائب أنه قال للنبي ﷺ : « كُنْتَ شَرِيكِي فِي الْجَاهِلِيَّةِ فَكُنْتَ خَيْرَ شَرِيكٍ ، لاَ تُدَارِينِي ، وَلاَ تُمَارِينِي » (٣) .

وجاء في الهداية : « الشركة جائزة ؛ لأن النبي ﷺ بعث والناس يتعاملون عليها فقررهم عليه ، وتعاملها الناس من لدن رسول الله ﷺ إلى يومنا هذا من غير نكير منكر » (٤) .

**ومن الإجماع** : ما حكاه جمهرة الفقهاء : « إذ كان الناس يتعاملون بالشركة من لدن رسول الله ﷺ إلى يومنا هذا من غير نكير » (٥) .

وجاء في فتح القدير عن الشركة : « ولاشك أن مشروعيتها أظهر ثبوتًا ؛ إذ التوارث والتعامل بها من لدن رسول الله ﷺ - وهلمَّ جرًا - متصل لا يحتاج فيه إلى إثبات » (٦) .

وجاء في المغني لابن قدامة : « إن المسلمين أجمعوا على جواز الشركة بالجملة » (٧) .

كما روى ابن قدامة عن ابن المنذر قوله : « جواز شركة العنان بالإجماع » (٨) .

**ومن ناحية المعقول** : فإن شركة العنان طريق صالح لاستنماء المال ، ولما كانت حاجة الناس إلى استنماء أموالهم متحققة ، والعقود قد شرعت لتحقيق مصالحهم ؛ كانت هذه مشروعة (٩) .

---

(١) أبو داود ، سنن أبي داود ، دار الحديث القاهرة ١٤٠٨هـ ١٩٩٨م ج٣ ص٢٥٣ .

(٢) الإمام أحمد بن حنبل ، المسند مرجع سابق ج٧ ص٨٣ .

(٣) ابن ماجه سنن ابن ماجه ، مرجع سابق ج٢ ص٧٦٨ .

(٤) المرغيناني ، شرح بداية المبتدي ، المطبعة الكبرى الأميرية القاهرة الطبعة الأولى ١٣١٦هـ ج٥ ص٣ .

(٥) شمس الدين السرخسي ، المبسوط ، دار المعرفة للطباعة والنشر بيروت الطبعة الثالثة ١٣٩٨هـ ١٩٧٨م ج١١ ص١٥٥ .

(٦) كمال الدين الهمام ، فتح القدير ، المطبعة الكبرى الأميرية القاهرة الطبعة الأولى ١٣١٦هـ ج٥ ص٣ .

(٧) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٥ ص٣ . (٨) المرجع السابق ج٥ ص١٦ .

(٩) د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص١٥٣ .

**٢ - دليل مشروعية شركة المضاربة : شركة المضاربة** : تعني دفع المال إلى من يتجر فيه بجزء من ربحه ، وهذا المعنى متفق عليه بين الفقهاء وإن اختلفت ألفاظهم في التعبير عنه (١) .

وقد ثبت مشروعية شركة المضاربة بالكتاب والسنة والإجماع والمعقول .

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ وَءَاخَرُونَ يَضْرِبُونَ فِي ٱلْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِن فَضْلِ ٱللَّهِ ﴾ (٢) وقوله تعالى : ﴿ لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَن تَبْتَغُوا۟ فَضْلًا مِّن رَّبِّكُمْ ﴾ (٣) .

وفي المضاربة ابتغاء فضل وطلب ونماء (٤) .

**ومن السنة** : ما رواه ابن هشام في سيرته عن ابن إسحاق أن النبي ﷺ ضارب لخديجة رضي الله عنها بأموالها إلى الشام قبل زواجه ﷺ منها وقبل البعثة (٥) .

وروي عن بن عباس رضي الله عنهما أنه قال : « كان العباس بن عبد المطلب إذا دفع مالًا مضاربة اشترط على صاحبه ألا يسلك به بحرًا ، ولا ينزل به واديًا ، ولا يشتري به ذات كبد رطبة ، فإن فعل ذلك ؛ فهو ضامن ، فرفع شرطه إلى رسول الله ﷺ فأجازه » (٦) .

وروي عن حكيم بن حزام صاحب رسول الله ﷺ أنه كان يشترط على الرجل إذا أعطاه مالًا مقارضة يضرب له به : أن لا تجعل مالي في كبد رطبة ، ولا تجعله في بحر ، ولا تنزل به بطن مسيل ، فإن فعلت شيئًا من ذلك ، فقد ضمنت مالي (٧) .

**ومن الإجماع** : ما رواه ابن قدامة عن ابن المنذر قوله : « أجمع أهل العلم على جواز المضاربة » (٨) .

ويقول ابن رشد : « ولا خلاف بين المسلمين في جواز المضاربة وأنها مما كانت في

---

(١) انظر المرجع السابق ص٢٤ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٥ ص١٤ ، ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق ج٢ ص٢٨٥ . الماوردي ، المضاربة للماوردي مقارنة بين المذاهب الفقهية دراسة تطبيقية ، تحقيق عبد الوهاب السيد السباعي حواس ، دار الأنصار القاهرة بدون تاريخ نشر ص٩٨ - ١٠٠ .

(٢) سورة المزمل : ٢٠ . (٣) سورة البقرة : ١٩٨ .

(٤) المضاربة ، للماوردي ، مرجع سابق ص١٠١ .

(٥) انظر : أبو محمد عبد الملك بن هشام المعافري ، السيرة النبوية لابن هشام ، تحقيق د . محمد فهمي السرجاني ، المكتبة التوفيقية القاهرة بدون تاريخ نشر جـ١ ص١٣٤ .

(٦) البيهقي ، السنن الكبرى ، دار المعرفة للطباعة والنشر بيروت بدون تاريخ نشر جـ٦ ص١١١

(٧) الدارقطني ، سنن الدارقطني ، مرجع سابق جـ٣ ص٦٣ .

(٨) ابن قدامه ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٦ .

الجاهلية فأقرها الإسلام » [١] .

ويقول الكاساني عن المضاربة : « وعلي هذا تعامل الناس من لدن رسول الله ﷺ إلى يومنا هذا في سائر الأمصار من غير إنكار من أحد وإجماع كل عصر حجة » [٢] .

وقد روى عن جماعة من الصحابة أنهم وقفوا مال اليتيم مضاربة منهم : عمر وعثمان وعلي وعبد الله بن مسعود وعبد الله بن عمر وعبد الله بن عمرو وعائشة - رضوان الله عليهم أجمعين - ولم ينقل أنه أنكر عليهم من أقرانهم أحد [٣] .

وروي عن عبد الله وعبيد الله ابني عمر بن الخطاب رضي الله عنهما : « أنهما لقيا أبا موسى الأشعري بالبصرة منصرفهما من غزوة نهاوند ، فتسلفا منه مالاً وابتاعا منه متاعًا ، وقدما به المدينة فباعاه وربحا فيه ، وأراد عمر أخذ رأس المال والربح كله ، فقالا : لو كان تلف كان ضمانه علينا ، فكيف لا يكون ربحه لنا ؟ فقال رجل : يا أمير المؤمنين لو جعلته قراضًا ، فأخذ منهما نصف الربح » [٤] .

**ومن المعقول** : أن المصلحة تقتضي جواز هذه المعاملة لحاجة الناس إليها ؛ فإن فيهم من يمتلك المال ولا يعرف كيف يتصرف فيه أو يتاجر به ولا يحسن استغلاله والعمل به ، ومن الناس من له الخبرة في التجارة أو في استغلال المال ولا مال لديه ؛ فكانت الحاجة ماسة إلى أن يأخذ هذا مال ذاك فيتصرف فيه لمصلحة الطرفين ولمصلحة الناس جميعًا إذ في ذلك تنشيط للتجارة والاقتصاد ، وفائدة تعود على المواطنين بالخير [٥] .

وبناء على مشروعية شركة العنان وشركة المضاربة ؛ فإن شركة المساهمة مشروعة ، وبالتالي فإن صناديق الاستثمار التي تتخذ شكل الشركة المساهمة هي صناديق جائزة شرعًا .

### ( ٢ ) صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين :

هي صناديق تنشأ بواسطة البنوك وشركات التأمين ، والصندوق بهذا الشكل لا يمثل وحدة قانونية ، وإنما هو وحدة تنظيمية ومحاسبية مستقلة عن البنك أو الشركة التي

(١) ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص٢٨٥ .

(٢) الكاساني ، بدائع الصنائع جـ٥ ص٣٥٩٥ .

(٣) انظر المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١٠٥ - ١٠٦ الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق جـ٥ ص٢٦٧ .

(٤) الإمام مالك بن أنس ، الموطأ ، مرجع سابق جـ٢ ص٦٨٧ - ٦٨٨ .

(٥) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق جـ٢ ص٥٣ - ٥٤ .

تنشئه [١] وهذا جائز شرعًا على أساس أنه يمثل حسابات استثمار مخصصة أو مقيدة قياسًا على المضاربة المقيدة المعروفة في الفقه الإسلامي [٢] .

فقد تقترن صيغة المضاربة بشرط يشترطه رب المال أو المضارب ، وتصبح المضاربة مقيدة إذا كان هذا الشرط لا يخالف مقتضى العقد ، وقد يكون هذا الشرط متعلقًا بالمكان أو الزمان أو صفة العمل أو الأشخاص أو النقد [٣] .

## ثانيًا : التكييف الشرعي للشخصية المعنوية لصناديق الاستثمار

تتمتع صناديق الاستثمار التي تنشئها الشركات المساهمة بالشخصية المعنوية المستقلة ، بينما لا تتمتع صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك وشركات التأمين بذلك ، وإن كانت تتمتع بالاستقلال التام تنظيميًا ومحاسبيًا عن البنك أو الشركة التي تنشئها ؛ حيث تمثل هذه الصناديق أحد أنشطة البنك أو شركة التأمين بحسب الأحوال ، وسوف نتعرض للشخصية المعنوية لصناديق الاستثمار ونظرة الفقه الإسلامي إليها فيما يلي :

### ( ١ ) ماهية الشخصية المعنوية لصناديق الاستثمار :

الشخصية المعنوية لصندوق الاستثمار تعني : اعتبار الصندوق شخصًا معنويًا مستقلًا عن أشخاص المساهمين فيه وله ذمة مالية مستقلة قابلة لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات [٤] .

### ( ٢ ) الشخصية المعنوية في الفقه الإسلامي :

اهتم الفقهاء المسلمون بالشركة لما لها من أهمية علمية وعملية ، وخصصوا لها بابًا مستقلًا في كتب الفقه باعتبارها عقدًا متميزًا كغيرها من العقود التي خصوها بالدراسة

(١) د . محمد عبد الحليم عمر المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، مرجع سابق ص٣٥ .

(٢) انظر المرجع السابق نفس الموضع .

(٣) المضاربة للماوردي ،مرجع سابق ص١٤٤ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مؤسسة الرسالة بيروت الطبعة الثالثة ١٤٠٨هـ = ١٩٨٨م جـ١ ص٢٠٨ . د . يسري أبو سعدة ، الشركات التجارية في القانون المصري جامعة الأزهر القاهرة ١٤١٨هـ = ١٩٩٧م ص٥٠ . د . علي جمعة محمد ، اختلاف الأحكام الفقهية باختلاف الشخصية الاعتبارية والطبيعية وأثر ذلك في مدى مسئولية الشركاء عن وقوع الحرام من الشركة ، بحث مقدم إلى ندوة المساهمة في شركات المساهمة التي تتعامل أحيانًا بالربا ، البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب جدة المحرم ١٤١٩هـ = مايو ١٩٩٨م ص٣ .

والبحث ولكنهم لم يجعلوا لها وجودًا مستقلًا عن وجود أعضائها ، ولا ذمة منفصلة عن ذمم الشركاء فيها ، ولا أهلية لأن تلتزم وتلزم كالإنسان ، وبالتالي لم يكن للشخصية المعنوية للشركة التجارية عندهم أي اعتبار ، ولم يرد في مؤلفاتهم القديمة على اختلاف مذاهبهم ما يدل علي معرفتهم لهذا الاصطلاح بمفهومه القانوني ، في حين أن ذلك أصبح أمرًا جوهريًا يقوم عليه تأسيس الشركات ونطاقها في العصر الحاضر (١) .

على أن فقهاء المسلمين وإن لم يعرفوا تعبير الشخصية المعنوية أو الاعتبارية ، فقد عرفوا معناها حين بحثوا في الذمة (٢) . وبينوا معناها وجعلوها في الإنسان الحي لكنهم اضطروا بأن يقولوا بوجود ذمة لما لا يعقل كالوقف والمسجد وبيت المال وغيرها حين وجدوا أن كثيرًا من المعاملات لا تستقيم إلا إذا كانت لها ذمة منفصلة (٣) .

فنظام الوقف منذ أول نشأته في عهد النبي ﷺ يقوم على أساس اعتبار شخصية معنوية في الوقف بالمعنى القانوني الحديث ؛ فللوقف ملك محجور عن التمليك أو التملك والإرث والهبة ونحوها ، وهو مرصد لما وقف عليه والوقف يستحق ويستحق عليه وتجري العقود بينه وبين أفراد الناس من إيجار وبيع واستبدال وغير ذلك ، ويمثله في كل هذا من يتولى أموره ويسمى قيمًا أو ناظرًا ، ويكون مسئولًا عن صيانة حقوق الوقف تجاه السلطة القضائية ، وقد أجازوا الاستدانة على الوقف لتعميره وإصلاحه بشرط أن لا يكون في يد القيم مال وأن يكون بإذن القاضي (٤) .

وكذلك المسجد فقد اعترف له الفقهاء بذمة تقديرية مستقلة ومنفصلة عن ذمة القائمين على شئونه ، وجعلوه بمنزلة الحي فله أن يمتلك وأن يوقف عليه ويوهب له

---

(١) انظر : الشيخ علي الخفيف ، الشركات في الفقه الإسلامي بحوث مقارنة ، دار النهضة العربية القاهرة ١٩٧٨م ص٢ . د . يسري أبو سعدة ، الشركات التجارية في القانون المصري ، مرجع سابق ص٤٨ .

(٢) تعرف الذمة في اصطلاح الفقهاء بأنها : وصف شرعي يفترض من الشارع وجوده في الإنسان ويصير به أهلًا للإلزام والالتزام ، أي صالحًا لأن تكون له حقوق وعليه واجبات . ( لمزيد من التفاصيل انظر : د . عبد العزيز الخياط الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق جـ١ ص٢١٤ – ٢١٦ . د . محمد يوسف موسى الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي مع مدخل لدراسة الفقه وفلسفته دراسة مقارنة ، دار الفكر العربي القاهرة ١٩٨٧ ص٣١٧ – ٣١٩ . الشيخ علي الخفيف ، الشركات في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢٣ ) .

(٣) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق جـ١ ص٢١٣ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ١ ص٢١٧ – ٢١٨ . د . يسري أبو سعدة ، الشركات التجارية في القانون المصري ، مرجع سابق ص٥٦ – ٥٧ د . على جمعة محمد ، اختلاف الأحكام الفقهية باختلاف الشخصية الاعتبارية والطبيعية وأثر ذلك في مدى مسئولية الشركات عن وقوع الحرام من الشركة ، مرجع سابق ص٧ – ٩ .

وعندئذ يشترط قبول الهبة من ناظره ، وأجازوا للناظر على المسجد أن يأخذ له بالشفعة فيما يبيعه وشريكه من نصيب في عقار مشترك بينهما ، كما أجازوا إقراض مال المسجد عن ملك من بناه وبالصلاة فيه (١) .

وبيت المال كالوقف والمسجد ذكر له الفقهاء أحكامًا توجب منه وله كثيرًا من الحقوق و فمن ذلك : أنهم أوجبوا في بيت المال النفقة للفقراء مصداقًا لما رواه جابر بن عبد اللّه عن النبي ﷺ قوله : « وَمَنْ تَرَكَ دَيْنًا أَوْ ضَيَاعًا فَإِلَيَّ وَعَلَيَّ » (٢) وأوجبوا عمالة الذين يقومون بجباية أمواله وحراستها وتوزيعها على مستحقيها ، وجعلوا للقيِّم عليه أن يبيع من أمواله ما تقضي المصلحة ببيعه ، وأن يشترى له ما يحتاج إليه من أقفال وخزائن ، كما أجازوا له أن يقترض عليه إذا احتاج إلى مال وليس فيه شيء منه (٣) .

فثبت بهذه الأحكام وغيرها أن للوقف ، والمسجد ، وبيت المال ؛ ذمة ، والذمة مناط أهلية الوجوب ، فكان لها إذن شخصية معنوية بالتعبير الحديث (٤) .

**وجملة القول في ذلك** : أنه ليس فيما جاء به الكتاب ، ولا فيما أثر من سنة ما يمنع من أن تفرض الذمة لغير الإنسان وتفسَّر تفسيرًا يتسع لأن تثبت للشركات والمؤسسات والأموال العامة (٥) .

**وعلى ذلك فإن اكتساب صناديق الاستثمار للشخصية المعنوية المستقلة هو أمر جائز شرعًا .**

## ثالثًا : التكييف الشرعي لأطراف التعاقد في صناديق الاستثمار

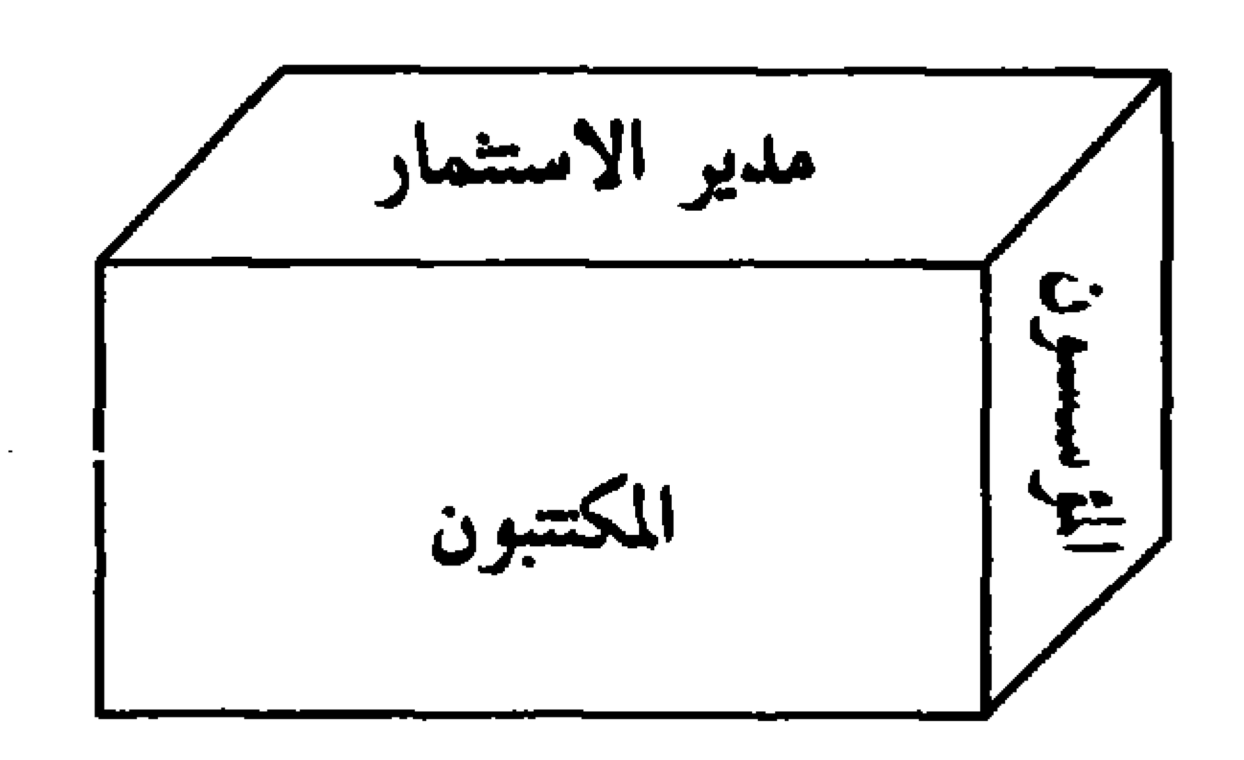
من خلال تعريفنا لصناديق الاستثمار وجدنا أنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المدخرين واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة (٦) .

ومن خلال هذا التعريف يتضح أن لصناديق الاستثمار في مصر أطرافًا ثلاثة للتعاقد تتمثل في المؤسسين للصندوق والمكتتبين ومدير الاستثمار ، كما يتبين من الشكل التالي :

(١) انظر : د . يسري أبو سعدة ، الشركات التجارية في القانون المصري ، مرجع سابق ص٥٧ .
(٢) أبو دواد ، سنن أبي داود ، مرجع سابق جـ٣ ص١٣٧ .
(٣) الشيخ علي الخفيف ، الشركات في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢٥ .
(٤) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق جـ١ ص٢١٩ .
(٥) الشيخ علي الخفيف ، الشركات في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢٦ .
(٦) انظر المبحث الأول من الفصل الثاني .

**شكل رقم ( ١١ )**

**أطراف التعاقد في صناديق الاستثمار المصرية**




**● الطرف الأول : المؤسسون :**

ويمثلون الجهة التي تقوم بتأسيس وإنشاء الصندوق وعادة ما تكون : شركة مساهمة ، أو بنكًا ، أو شركة تأمين ، ويتولى المؤسسون استصدار الترخيص اللازم لبدء مزاولة الصندوق لنشاطه ، وإعداد نشرة الاكتتاب ، واعتمادها من الهيئة العامة لسوق المال ، وكذلك تلقي الاكتتاب من الجمهور في الصندوق .

كما يخصص المؤسسون مبلغًا لا يقل عن خمسة ملايين جنيه لبدء مباشرة الصندوق لنشاطه ، ويحصلون مقابل ذلك على وثائق بكامل هذا المبلغ .

ويشارك المؤسسون في أرباح وخسائر الصندوق بنسبة ما يملكونه من وثائق إذا كان الصندوق يقوم بتوزيع عوائد دورية ، كما يشاركون في زيادة قيمة الوثائق في نهاية مدة الصندوق في حالة ما إذا كان الصندوق ذا عائد تراكمي أو نمو رأسمالي .

**● الطرف الثاني : المكتتبون :**

ويمثلون المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في محفظة الأوراق المالية للصندوق ، ويحصل هؤلاء المدخرون على وثائق استثمار من الصندوق في مقابل ما يساهمون فيه من أموال .

وتمثل هذه الوثائق سند ملكية لأصحابها لحصة شائعة في الموجودات الكلية للصندوق ، كما يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق من أرباح وخسائر كل بنسبة ما يملكه من وثائق إلى إجمالي الوثائق مثلهم في ذلك مثل المؤسسين سواء بسواء ، فضلًا عن حق أصحاب هذه الوثائق في المشاركة في اختيار أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير

المساهمين فيه ، أو المتعاملين معه ، أو من غير المرتبطين به بعلاقة أو مصلحة .

**● الطرف الثالث : مدير الاستثمار :**

ويمثل الجهة التي يعهد إليها الصندوق بإدارة نشاطه ، وهي جهة مستقلة عن الصندوق وذات خبرة في إدارة الصناديق ، وقد تتخذ شكل شركة مساهمة أو جهة أجنبية متخصصة .

ويبرم المؤسسون مع مدير الاستثمار عقد إدارة بموجبه يقوم مدير الاستثمار بإدارة أموال الصندوق والبحث عن أفضل مجالات الاستثمار في الأوراق المالية في أسواق المال المحلية والعالمية ، وله في سبيل ذلك اتخاذ كافة القرارات الإدارية والاستراتيجية المتعلقة بالصندوق ، كما يتولى مدير الاستثمار تقييم وتسعير وثائق الاستثمار وإبلاغ المستثمرين بمراكزهم المالية على فترات دورية (١) .

ويبذل مدير الاستثمار في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص ، ويعمل على حماية مصالح الصندوق من كل تصرف ، أو إجراء بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق والمساهمين في الصندوق والمتعاملين معه .

ومدير الاستثمار مسؤول مسؤولية كاملة عن إدارة صناديق الاستثمار في صناديق استثمار الشركات المساهمة ، وإلى جانب هذه المسؤولية ، فإنه في صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين يكون البنك أو شركة التأمين بحسب الأحوال مسؤولًا عن سوء إدارة مدير الاستثمار التي تضر بالصندوق .

ويتقاضى مدير الاستثمار أتعابًا نظير قيامه بعمله الإداري ، وقد جرى العمل على حساب هذه الأتعاب على أساس نوعين من الأتعاب (٢) :

---

(١) د . عصام عبد الهادي أبو النصر ، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي ، بحث مقدم إلى أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل ، مركز صالح كامل جامعة الأزهر القاهرة السبت ١٣من ذي القعدة سنة ١٤١٧هـ = ٢٢مارس ١٩٩٧م : جـ١ ص٨٦ .

(٢) أوجبت لائحة قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥لسنة ١٩٩٢م في المادة ( ١٥٢ ) أن يبين في عقد الإدارة بين الصندوق ومدير الاستثمار المقابل الذي يتقاضاه مدير الاستثمار دون أن تحدد ذلك ، إلا أنه بالاطلاع على نشرات الاكتتاب لبعض الصناديق وجد أن هذا المقابل يحدد بمبلغ مقطوع إلى جانب ربح تحفيزي (راجع : سوق المال القانون واللائحة التنفيذية ، مرجع سابق : ص٧٠ - ٧١ ) .

**الأولى : أتعاب إدارة** : ويتم احتسابها على أساس نسبة من صافي أصول الصندوق وتكون على أقساط وتختلف نسبتها من صندوق لآخر .

**الثانية : أتعاب حسن أداء** : وتحسب على أساس نسبة من صافي فائض أرباح الصندوق كحافز للأداء إذا زادت الأرباح عن حد معين ، وتختلف هذه النسبة أيضًا من صندوق لآخر .

ويتحمل الصندوق أتعاب مدير الاستثمار كما يتحمل النفقات التي يدفعها المدير مثل أتعاب المحامين ومراقبي الحسابات ، وغير ذلك من النفقات المرتبطة بنشاط الصندوق (١) .

## ● العلاقة الشرعية بين أطراف التعاقد في صناديق الاستثمار :

من خلال تعرضنا لأطراف التعاقد في صناديق الاستثمار يتبين أن هناك علاقتين : **الأولى** : تربط المؤسسين بالمكتتبين . **والثانية** : تربط المؤسسين بمدير الاستثمار ، وسوف نتعرض للتكييف الشرعي لهاتين العلاقتين فيما يلي :

**١ - التكييف الشرعي للعلاقة بين المؤسسين والمكتتبين** : إن الناظر إلى طبيعة العلاقة بين مؤسسي صندوق الاستثمار والمكتتبين يجد أنه ينطبق عليها قواعد شركة العنان في الفقه الإسلامي وتتوافر فيها أركانها الخمسة من حيث : -

**أ - العاقدان** : يشترط في العاقدين في شركة العنان : أن يكونا أهلًا للتوكيل والتوكل ؛ أي أن يكون كل منهما متمتعًا بالأهلية الكاملة التي تجعله أهلًا للتصرف بالأصالة وبالوكالة في آنٍ واحد (٢) .

ولا يشترط في العاقدين أن يكونا مسلمين ؛ فيجوز مشاركة المسلم للكتابي ( اليهودي والنصراني ) ولكن مع اشتراط الرقابة على الكتابي ، وذلك عند المالكية والحنابلة ؛ فهم يشترطون رقابة المسلم على تصرفات الشريك غير المسلم بحيث لا ينفرد بالتصرف ( الإدارة ) دون رقابة .

فقد جاء في المغني : « قال أحمد : يشارك اليهودي والنصراني ولكن لا يخلو اليهودي والنصراني بالمال دونه ، ويكون هو الذي يليه ؛ لأنه يعمل بالربا ، وبهذا قال الحسن والثوري ،

---

(١) د . عصام عبد الهادي أبو النصر ، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي ، مرجع سابق ص٨٧ .

(٢) انظر : د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق : جـ١ ص٩٢ - ٩٣ الإمام محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية ، دار الفكر العربي القاهرة بدون تاريخ نشر ص٣٠٢ .

وكره الشافعي مشاركتهم مطلقًا ، ولنا ما رواه الخلال بإسناده عن عطاء قال : نهي رسول الله ﷺ عن مشاركة اليهودي والنصراني إلا أن يكون الشراء والبيع بيد المسلم » (١) .

وفي صناديق الاستثمار نجد أن العاقدين يتمثلان في المؤسسين والمكتتبين ويتمتعان بأهلية التصرف ، وهو يتفق مع ما اشترطه عامة الفقهاء للعاقدين في شركة العنان .

ب – **الصيغة** : مثل كل العقود يشترط في صيغة شركة العنان الإيجاب والقبول . ويتم الإيجاب والقبول بكل ما يدل على الشركة أو يفيد معناها من قول أو فعل (٢) .

والمراد بالإيجاب والقبول : العبارات المتقابلة التي تدل على اتفاق الطرفين ، ويرى الأحناف أن الإيجاب : هو ما صدر ابتداءً من أحد الطرفين ، والقبول : هو ما صدر ثانيًا من الطرف الآخر معبرًا عن رضاه ، بينما يرى الجمهور أن الإيجاب : هو ما صدر ممن يكون منه التمليك سواء صدر أولًا أو صدر ثانيًا ، والقبول : هو ما صدر ممن يصير له الملك وإن صدر أولًا (٣) .

وقد أخذ برأي الجمهور قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن سندات المقارضة حيث جاء فيه : « يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها ( نشرة الإصدار ) وأن ( الإيجاب ) يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك ) وأن ( القبول ) يعبر عنه موافقة الجهة المصدرة » (٤) .

وبتطبيق رأي الجمهور على الصيغة بين المؤسسين والمكتتبين في صناديق الاستثمار يتبين : أن الإيجاب يتمثل في اكتتاب المدخرين في وثائق استثمار الصندوق وفقًا لما جاء في نشرة الاكتتاب ، بينما يتمثل القبول في موافقة المؤسسين على تخصيص وثائق الاستثمار للمكتتبين مقابل أموالهم .

جـ – **رأس المال** : يكون رأس المال في شركة العنان من طرفي التعاقد ولا يشترط تساوي رأس المال المقدم من كليهما حيث تجوز الشركة مع تفاضل الشركاء في رأس المال .

---

(١) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق : جـ٥ ص٣ – ٤ .

(٢) انظر : د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريـة الإسلامية ، مرجع سابق : جـ١ ص٧٧ د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص١٨٢ .

(٣) عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية مجموعة دلة البركة إدارة التطوير والبحوث جدة الطبعة الأولى ١٤١٤هـ ١٩٩٣م ص١٧ – ١٨ .

(٤) الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي القرار ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، العدد الرابع ١٤٠٨هـ = ١٩٨٨م ص٢١٦١ .

**ويشترط في رأس المال ما يلي [١] :**

أ - أن يكون من النقود المتداولة التي تتمتع بالقبول العام والمعترف بها في تقييم الأشياء [٢] .

ب - أن يكون معلوم القدر والجنس والصفة ، ومحددًا تحديدًا نافيًا للجهالة عند التعاقد ؛ وذلك منعًا لحدوث غرر والذي قد يفضي إلى نزاع عند التصفية وتوزيع النتائج .

جـ - ألا يكون رأس المال دينًا في ذمة أحد الشركاء .

ولا يشترط في شركة العنان خلط أموال المتعاقدين عند جمهور الفقهاء من الأحناف والحنابلة والمالكية [٣] .

**وبالنظر إلى رأس المال في صناديق الاستثمار يتبين أن أموال الصناديق لها نوعين من الموارد :**

**الأول : الموارد الذاتية** : وتمثل ما يقدمه المؤسسون من أموال ، وهو ما يسمى برأس مال الصندوق ، ويجب أن لا يقل عن خمسة ملايين جنيهًا مصريًا مدفوعًا بالكامل نقدًا ، ولا يجوز المساهمة فيه بحصة عينية ، وهذا يتفق مع ما اشترطه الفقهاء بالنسبة لرأس المال في شركة العنان .

**الثاني : الموارد الخارجية** : وتتمثل في مساهمة المكتتبين في رأس مال الصندوق عن طريق الاكتتاب في وثائق الاستثمار .

ويصدر الصندوق هذه الوثائق مقابل أموال المستثمرين بقيمة اسمية موحدة لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه .

ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق لحاملها إلا وفقًا للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة في كل حالة على حدة ، وبشرط أن لا يزيد عدد هذه الوثائق على ( ٢٥٪ ) من مجموع الوثائق المصدرة .

---

(١) انظر : د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ج٢ ص٣٢ - ٣٣ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق : ص١٥٨ - ١٦٩ .

(٢) هذا ومن الجدير بالذكر أن المالكية وبعض الحنابلة يرون جواز أن يكون رأس المال من العروض على أن يتم تقويمها عند التعاقد . ( انظر : ابن قدامة ، المغني ج٥ ص١٧ الفصل الرابع ص٢٧٦ ) .

(٣) إلا أن الإمام مالك اشترط أن يكون المال في أيدي المتعاقدين في صندوق أو في حانوت أو يد وكيل للشراء ، واشترط الشافعية خلط الأموال حتى لا يتميزا ، والراجح هو رأي جمهور الفقهاء من أن الخلط ليس شرطًا في صحة الشركة . ( لمزيد من التفاصيل انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق : ج٥ ص١٦ - ٢٠ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق : ص١٦١ ) .

ولا يجوز إصدار وثائق إلا بعد الوفاء بقيمتها نقدًا ووفقًا لسعر الإصدار ، كما لا يجوز إصدار وثائق عن حصص عينية أو معنوية أيًا كان نوعها [١] .

ويكون الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق مقابلها بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس المال بالنسبة لصناديق استثمار الشركات المساهمة ، وبما لا يجاوز عشرين مثل المبلغ المخصص لمباشرة النشاط في صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين .

وتمثل كل وثيقة حصة نسبية في صافي أصول الصندوق تتساوى مع مثيلاتها من الوثائق الأخرى .

ولا يجوز قيد أو تداول صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين في بورصات الأوراق المالية ، بينما يجوز ذلك لصناديق استثمار الشركات المساهمة .

ومن حق أصحاب الوثائق استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها إذا تضمنت نشرة الاكتتاب ذلك ، علي أن يكون ذلك بسعر الإصدار ، أو بقيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة – أيهما أقل في صناديق استثمار الشركات المساهمة – أما بالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين : فإن قيمة الوثائق تتحدد عند الاسترداد على أساس نصيبها في صافي أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد .

**وبالنظر إلى هذه الشروط نجد أنها تتفق مع ما جاء في شروط رأس المال في شركة العنان باستثناء إصدار وثائق لحاملها ؛ فهو أمر لا يجوز شرعًا .**

فهذه الوثائق لا تمثل ورقة نقدية يمكن أن تنتقل من يد إلى يد بمجرد التسليم ، وإنما هي وثيقة تثبت ملكية المكتتب لحصة من رأس مال الصندوق الاستثماري ، ومن هنا يشترط أن تصدر الوثائق باسم مالكها وليس لحاملها [٢] .

هذا ومن الجدير بالذكر أنه لا يوجد مانع شرعي من تقسيم رأس مال صناديق الاستثمار إلى وثائق استثمار تمثل حصة شائعة في رأس المال ، وقد أقر مجمع الفقه الإسلامي تجزئة رأس المال حيث جاء في تعريفه لسندات المقارضة ما يلي : « سندات

---

(١) أجاز بعض الفقهاء أن يكون رأس المال حقًّا معنويًا إذا كان يقوم بمال قطعًا للنزاع وتقليلًا للغرر ، وعلى ذلك يجوز شرعًا أن يقوم الحق العيني بأنواعه الثلاثة : من حق الملكية ، وحق الانتفاع ، والحق المعنوي ، وتعتبر قيمته حصة في الشركة تحقيقًا للمصلحة وحاجة الناس . ( انظر د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ج١ ص١٤٣ . عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق : ص٣١ – ٣٣ ) .

(٢) عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق : ص٢٧ .

المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على رأس مال القراض ( المضاربة ) بإصدار صكوك ملكية رأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصًا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم » [1] .

**د – العمل** : شركة العنان مبنية على الوكالة والأمانة ؛ لأن كل واحد من الشريكين يدفع المال إلى صاحبه أمّنه ، وبإذنه له في التصرف وكَّله ، ومن شروط صحتها أن يأذن كل واحد منهما لصاحبه في التصرف [2] .

فالعمل في هذه الشركة حق للشريكين ، ويجوز لهما تفويض العمل إلى أحدهما ، وأن يشترط عليه ذلك من البداية ؛ لأن الحق في التصرف ثابت لكليهما ، ويجوز لصاحب الحق أن يتنازل عنه لغيره متى تراضيا على ذلك ووجدا فيه مصلحة لهما ، والمقصود أنه ليس بلازم أن يباشر كل منهما العمل بنفسه فعلًا ، بل يجوز أن يتولاه أحدهما بتفويض من الآخر على أن يجعلا له زيادة من الربح لقاء عمله [3] .

وبتطبيق ذلك على العلاقة بين المؤسسين والمكتتبين في صناديق الاستثمار يتبين أن الوكالة بالتصرف قائمة بموافقة المكتتبين على ما جاء بنشرة الاكتتاب .

والشروط الجائزة في الشرع يمكن أن تحدد من جانب المؤسسين ؛ فيقبل بها المكتتبون أو يرفضونها بالامتناع عن الاكتتاب والبحث عن صناديق أخرى منافسة [4] .

هذا ومن الجدير بالذكر أن لصناديق استثمار الشركات المساهمة مجلس إدارة يكون أغلبية أعضائه غير المساهمين فيه ، أو المتعاملين معه ، أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة ، ولحملة الوثائق الحق في اختيار هؤلاء الأعضاء وفقًا لما يحدده النظام الأساسي للصندوق .

وبتطبيق أحكام شركة العنان على مجلس إدارة صناديق استثمار الشركات المساهمة يتبين أنه يعتبر وكيلًا عن المؤسسين والمكتتبين في صناديق الاستثمار حيث إنهما وفقًا

---

(١) الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي ، القرار رقم ( ٥ ) مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص ٢١٦١ - ٢١٦٢ .

(٢) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٥ ص٢١ .

(٣) خالف في هذا الإمام مالك ﷺ فأوجب اجتماع الشريكين في العمل وتكافؤهما فيه على قدر رؤوس أموالهما والراجح جواز تفويض أحدهما . ( انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص١٧٦ ) .

(٤) عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص١٧ .

لنشرة الاكتتاب أذنا لهذا المجلس في إدارة شؤون الصندوق والذي عهد بدوره إلى مدير الاستثمار بإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق .

هـ - **الربح** : يحكم توزيع الأرباح والخسائر في شركة العنان ما يلي : -

١ - **في حالة الربح** [(١)] : - أن يكون الربح معلوم القدر ؛ حيث إن الربح يمثل المعقود عليه في الشركة وجهالة المعقود عليه تؤدى إلى فساد العقد .

- أن يكون الربح جزءًا شائعًا في الجملة غير محدد بمبلغ مقطوع ؛ كأن يكون لكل شريك نسبة مئوية ، أو كسر اعتيادي كالنصف أو الثلث ، أو نحوهما مما يرزق به اللّٰه تعالى .

- أن يكون الربح على ما اصطلح عليه المتعاقدان سواء كان ذلك بالتساوي أو بالتفاضل [(٢)] .

٢ - **في حالة الخسارة** : تكون الخسارة على قدر حصص رأس المال المقدم من المتعاقدين ؛ أي توزع بين الشريكين بنسب مشاركة كل منهما في رأس مال الشركة ، وفي هذا يقول ابن قدامة : « والوضيعة على قدر المال - يعني الخسران في الشركة - على كل واحد منهما بقدر ماله ، فإن كان مالهما متساويًا في القدر ، فالخسران بينهما نصفين ، وإن كان أثلاثًا ، فالوضيعة أثلاثًا لا نعلم في هذا خلافًا بين أهل العلم ، وبه يقول أبو حنيفة والشافعي وغيرهما » .

وبالنظر إلى قواعد توزيع الأرباح والخسائر في شركة العنان يتبين : أنها تنطبق على توزيع الأرباح والخسائر في صناديق الاستثمار بين المؤسسين والمكتتبين ؛ حيث إن وثائق الاستثمار تخول لأصحابها من المؤسسين والمكتتبين الحق في الاشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه من وثائق ويتم الاتفاق على ذلك من خلال نشرة الاكتتاب .

---

(١) انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص١٧٨ - ١٧٩ .

(٢) اختلف الفقهاء في ربح شركة العنان ، فذهب المالكية والشافعية إلى وجوب أن يكون الربح بين المتعاقدين على قدر رأس المال تساويًا في العمل أم تفاوتًا ، وبه قال نفر من الحنفية ، وخالف في ذلك الأحناف والحنابلة فأجازوا أن يكون الربح بينهما على الشرط ، فيجوز أن يجعلا الربح على قدر المالين ، ويجوز أن يتساويا مع تفاضلهما في المال ، والذي يتبين هو رجحان ما ذهب إليه الأحناف والحنابلة من جواز التفاوت في الربح ؛ لأن الربح كما يستحق بالمال يستحق بالعمل كما في المضاربة وقد يكون أحدهما أحذق وأهدى وأكثر عملًا فلا يرضى بالمساواة فمست الحاجة إلى التفاضل . ( انظر ابن قدامة المغني مرجع سابق : ج٥ ص٣٠ ) .

وهكذا يتبين أنه بعد تعرضنا لأركان شركة العنان الخمسة : أن العلاقة الشرعية بين المؤسسين والمكتتبين في صناديق الاستثمار تحكمها قواعد شركة العنان في الفقه الإسلامي .

## ٢ - التكييف الشرعي للعلاقة بين المؤسسين ومدير الاستثمار :

تقع مسؤولية إدارة صندوق الاستثمار على مدير الاستثمار وإن كان يشاركه في هذه المسؤولية عند سوء إدارته للصندوق مجلس إدارة البنك أو شركة التأمين في صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين بحسب الأحوال .

ويتولى مدير الاستثمار إدارة الصندوق عن طريق عقد إدارة من المؤسسين ويتضمن هذا العقد مقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار والذي غالبًا ما يكون محددًا بمبلغ مقطوع إلى جانب ربح تحفيزي .

ولا أثر هنا لكون المتعاقد مع مدير الاستثمار هم المؤسسون دون المكتتبين ؛ لأن موافقة المكتتبين على ما جاء بنشرة الاكتتاب واكتتابهم بالفعل جعل هذا التعاقد كأنه صادر منهم أصالة ، وهذا الوضع هو المناسب لكثرة عدد المشاركين ، كما أن الشروط الجائزة في الشرع يمكن أن تحدد من طرف ويوافق عليها الآخر [1] .

وبالنظر إلى طبيعة العلاقة الشرعية في عقد الإدارة بين المؤسسين ومدير الاستثمار يتبين أنها علاقة وكالة بأجر وهي جائزة شرعًا [2] .

---

(١) د . عبد الستار أبو غدة ، الاستثمار في الأسهم والوحدات الاستثمارية مجلة الاقتصاد الإسلامي بنك دبي الإسلامي ، العدد ١٩٠ السنة السادسة عشر رمضان سنة ١٤١٧هـ ص٦٦ .

(٢) الوكالة شرعًا تعني استنابة الإنسان غيره فيما يقبل النيابة وهي جائزة شرعًا ودليل مشروعيتها الكتاب والسنة والإجماع ، فمن الكتاب قوله تعالى : ﴿ إِنَّمَا ٱلصَّدَقَٰتُ لِلۡفُقَرَآءِ وَٱلۡمَسَٰكِينِ وَٱلۡعَٰمِلِينَ عَلَيۡهَا ﴾ [التوبة : ٦٠] وقوله تعالى : ﴿ فَٱبۡعَثُوٓاْ أَحَدَكُم بِوَرِقِكُمۡ هَٰذِهِۦٓ إِلَى ٱلۡمَدِينَةِ فَلۡيَنظُرۡ أَيُّهَآ أَزۡكَىٰ طَعَامٗا فَلۡيَأۡتِكُم بِرِزۡقٖ مِّنۡهُ ﴾ [الكهف : ١٩] . ومن السنة : فالأحاديث كثيرة ، منها ما رواه البخاري عن أبي حميد الساعدي : « أن النبي ﷺ استعمل ابن اللتبية على صدقات بني سليم » . وأما الإجماع : فهو ظاهر من قول ابن قدامة : « أجمعت الأمة على جواز الوكالة في الجملة » . وأركان الوكالة أربعة : **الموكل والوكيل والموكل فيه والصيغة** ويشترط في الموكل صحة مباشرة الأمر أو الشيء الموكل فيه غالبًا بنفسه ويشترط في الوكيل صحة مباشرة التصرف الموكل فيه بنفسه وأن يكون معينًا ويشترط في الموكل فيه أن يملكه الموكل وأن يقبل النيابة وأن يكون معلومًا ويشترط في الصيغة أن تحقق الإيجاب والقبول بين الموكل والوكيل بكل ما يدل على معنى الوكالة من قول أو فعل . (المزيد من التفاصيل انظر : ابن قدامه المغني مرجع سابق ج٥ ص٨٧ ابن رشد : =

جاء في المغني : « ويجوز التوكيل بجُعْلٍ فإن النبي ﷺ كان يبعث عماله لقبض الصدقات و بِجُعْلٍ لهم عمالة » (١) .

وجاء في فقه السنة : « والوكالة قد تكون بأجر ؛ لأنه تصرف لغيره لا يلزمه ، فجاز أخذ العوض عليه » (٢) .

والوكالة بأجر في صناديق الاستثمار تسري عليها أحكام الإجارة في الفقه الإسلامي ؛ فقد جاء في فقه السنة : « إن نص في العقد على أجرة للوكيل ؛ اعتبر أجيرًا ، وسرت عليه أحكام الأجير » .

وأحكام الإجارة التي تسري على مدير الاستثمار هي أحكام الإجارة العامة (٣) ؛ فأجرة مدير الاستثمار معلومة في عقد الإدارة ، كما أن مدير الاستثمار يمكنه إدارة أكثر من صندوق استثمار في وقت واحد فضلًا عن مسؤوليته عن إدارة الصندوق إن تعدى أو قصر في إدارته (٤) .

هذا ومن الجدير بالذكر أنه إذا رخص لصندوق الاستثمار في ممارسة نشاط آخر في

---

= بداية المجتهد ونهاية المقتصد مرجع سابق ص٣٦٦ – ٣٦٧ سيد سابق ج٣ ص٤٢٨ . مباحث المعاملات في الفقه الإسلامي ، تأليف لجنة من أساتذة كلية الشريعة والقانون ، جامعة الأزهر القاهرة الطبعة الرابعة ١٤١٤هـ ، ١٩٩٤م ص٢٢٦ – ٢٣٩ . د . عبد الهادي محمد ذارع ، دراسات في فقه المعاملات جامعة الأزهر ، كلية الشريعة والقانون بدمنهور ١٤١٧هـ ١٩٩٧م ص١٤ – ١٧ ) .

(١) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق : ج٥ ص٣٠ .

(٢) سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق : ج٣ ص٢٢٧ .

(٣) الأجير قد يكون عامًا أو خاصًا ، والأجير الخاص الذي يستأجر مدة معلومة ليعمل فيها ، ولا يجوز له أثناء المدة المتعاقد عليها أن يعمل لغير مستأجره ، أما الأجير العام أو المشترك : فهو الذي يعمل لأكثر من واحد فيشتركون جميعًا في نفعه وليس لمن أستأجره أن يمنعه عن العمل لغيره ( انظر سيد سابق ، فقه السنة مرجع سابق ج٣ ص٢٠٨ – ٢٠٩ ) .

(٤) اختلف الفقهاء في كون يد الأجير المشترك يد ضمان أو يد أمانة ، فذهب الإمام علي وعمر رضي الله عنهما وشريح القاضي وأبو يوسف ومحمد والمالكية إلى أن يد الأجير المشترك يد ضمان ، وأنه يضمن الشيء التالف ولو بغير تعد أو تقصير منه صيانة لأموال الناس وحفاظًا على مصالحهم ، وذهب أبو حنيفة وابن حزم إلا أن يده يد أمانة فلا يضمن إلا بالتعدي أو التقصير ، وهذا هو الصحيح من مذهب الحنابلة ، والصحيح من أقوال الشافعي . ( انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٥ ص٥٠١ – ٥٠٣ ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد مرجع سابق ج٤ ص٢٧٧ – ٢٨٠ سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ج٣ ص١٤ . د . عبد الهادي محمد ذارع ، دراسات في فقه المعاملات ، مرجع سابق ص٩٤ ) .

غير الأوراق المالية ، فإنه بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال يكون لمدير الاستثمار الحق في أن يعهد إلى جهة متخصصة بإدارة هذا النشاط مع مسؤوليته عن هذه الجهة وهذا جائز شرعًا حيث يمكن للوكيل توكيل غيره إذا أذن له الموكل في ذلك ، ويمكن تحقيق هذا الإذن بموافقة المؤسسين على ذلك بالإضافة إلى موافقة المكتتبين من خلال تضمين ذلك نشرة الاكتتاب (١) .

وهكذا تبين من خلال هذا العرض أن العلاقة الشرعية بين المؤسسين والمكتتبين تحكمها قواعد شركة العنان في الفقه الإسلامي ، بينما العلاقة الشرعية بين المؤسسين ومدير الاستثمار تحكمها قواعد الوكالة بأجر في الفقه الإسلامي .

## رابعًا : التكييف الشرعي لاستخدامات الأموال في صناديق الاستثمار

تتنوع استخدامات الأموال في صناديق الاستثمار بين نوعين من الاستخدامات :

### النوع الأول : الاستخدامات الذاتية :

وتمثل عادة نسبة ضئيلة من موارد الصندوق حيث تتمثل هذه الاستخدامات في الأصول الثابتة فضلًا عن النقدية التي يحتفظ بها الصندوق لمواجهة طلبات استرداد حاملي وثائق الاستثمار لقيمة وثائقهم وهذا النوع من الاستخدامات لا غبار عليه من الناحية الشرعية .

### النوع الثاني : الاستخدامات الخارجية :

وتتمثل فيما يخصصه الصندوق من أموال للاستثمار في الأوراق المالية فضلًا عن الاستثمار في مجالات أخرى وسوف نتناول هذا النوع من الاستخدامات فيما يلي :

---

(١) يرى جمهور الفقهاء أن الوكيل لا يملك توكيل غيره عن نفسه فيما وكل فيه إلا بأحد شرطين : الأول : إذن الموكل . والثاني : الإطلاق . ولم يكن من عادة الوكيل أن يتولى التصرف بنفسه ، أو كان لا يقدر عليه مع مراعاة العرف في ذلك ، وبشرط أن يكون أمينًا ، فإن كان خائنًا ؛ ضمن تصرف نفسه وحده دون الموكل. ونقل عن الإمام أحمد بن حنبل وابن أبي ليلى أنه يجوز للموكل أن يوكل غيره مطلقًا إذا أطلقت الوكالة ولم يكن من الموكل نهي ؛ لأن للوكيل أن يتصرف بنفسه فله ملك التصرف وله فيما ملكه أن يوكل غيره . ورأي الجمهور هو الأولى بالأخذ والقبول من جهة العمل ؛ لأن الوكيل غير المالك ؛ لأن المالك يتصرف بنفسه في ملكه كيف يشاء ، بخلاف الوكيل الذي لا يفعل إلا ما يقتضيه الإذن صراحة أو ضمنيًا أو عرفًا ( انظر : ابن قدامة ، المغني ج٥ ، مرجع سابق ص٩٧ - ٩٨ . د . عبد الهادي محمد ذارع ، دراسات في فقه المعاملات ، مرجع سابق ص٢٤ ٧٤ - ٧٥ . مباحث المعاملات في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢٤٠ - ٢٤١ ) .

أ - **الاستثمار في الأوراق المالية** : يمثل هذا النوع من الاستخدامات الأهمية الكبرى بالنسبة لموارد الصندوق حيث أن الهدف الأساسي لصناديق الاستثمار هو استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية (١) .

والأوراق المالية في طبيعتها محررات كتابية قد تمثل حق ملكية وحصة في الربح المحقق مع الحق في الإدارة مثل الأسهم أو حق دائنيه مقابل فائدة ثابتة مثل السندات وأذون الخزانة أو حق ملكية وحصة في الربح بدون حق في الإدارة مثل صكوك التمويل وصكوك الاستثمار ووثائق الاستثمار أو حق في الربح فقط مثل حصص التأسيس أو حق مجرد مثل الاختيارات .

ونظرًا لكون مكونات محفظة صندوق الاستثمار تعتمد على مجموعة متنوعة من هذه الأوراق فسوف نركز فيما يلي على هذه الأوراق من حيث أنواعها ومدى شرعية كل منها : -

١ - **الأسهم Shares** : الأسهم هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الأرباح (٢) .

**وللأسهم أنواع متعددة ، فمن حيث شكل السهم تنقسم الأسهم إلى** : أسهم اسمية وأسهم أذنية وأسهم لحاملها ومن حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم تنقسم إلى : أسهم نقدية وأسهم عينية ومن حيث الحقوق التي تخولها للمساهمين تنقسم إلى : أسهم عادية وأسهم ممتازة ومن حيث استهلاكها تنقسم إلى : أسهم رأس مال وأسهم تمتع .

**ونتناول فيما يلي كل نوع من هذه الأنواع ومدى شرعيته :**

**أولًا : من حيث الشكل :**

أ - **الأسهم الاسمية Nominal Shares** : السهم الاسمي : هو الذي يصدر باسم

---

(١) جاء هذا الهدف في قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية مادة ٣٥ من القانون ، ومادة ١٤٠ من اللائحة ، وقصرت المادة ١٦٨ من اللائحة الأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها على الأوراق المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية سواء بمصر أو بالخارج واستثنت من هذه الأوراق الأوراق المالية الحكومية والأوراق المالية لشركات القطاع العام .

(٢) د . أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م ، دار الفكر العربي القاهرة ١٩٨٢م ص٦٣ .

مالكه ويتداول هذا السهم عن طريق القيد في سجل الشركة ويؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه [١] .

فهذه الأسهم تحمل اسم صاحبها المساهم وتثبت الملكية له ، وهذا هو الأصل في الشركة شرعًا ؛ لأن الشريك هو الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها فهو الذي يملك الأسهم ، وهو الذي له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة لحقه اسمه [٢] .

وعلى هذا فهذه الأسهم لا غبار عليها من الناحية الشرعية لما فيها من حفظ الحقوق وعدم الخلط بينها .

ب - **الأسهم الإذنية** Promissory Shares : السهم الإذني : هو السهم الذي يقترن بشرط الإذن ويتداول هذا السهم بطريق التظهير أي بكتابة على ظهر السهم تفيد نقل ملكيته للمظهر إليه ، ومن النادر عملًا أن يصدر السهم لإذن شخص معين [٣] .

وهذا النوع من الأسهم لا مانع منه شرعًا ؛ لأن هذه الأسهم تكون محددة بمعرفة الشريك الأول ؛ فالجهالة منتفية ، ولا يقضي تنقلها إلى منازعة أو ضرر ، والأمر في حقيقته نقل ملكية من مالك إلى آخر بالبيع أو التنازل وهذا جائز شرعًا [٤] .

جـ - **الأسهم لحاملها** Bearer Shares : السهم لحامله : هو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ، وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله ، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة [٥] .

ونظرًا لاندماج الحق مع السهم ؛ فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية والتي ينطبق بشأنها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية [٦] .

وقد ذهب الفقهاء المعاصرون إلى عدم جواز هذا النوع من الأسهم ؛ والسبب أن عدم كتابة اسم صاحب السهم يؤدى إلى عدم معرفة الشريك ، وبالتالي إلى النزاع والخصومة كما أنه يؤدي إلى ضياع الحقوق ؛ لأن أي شخص وقعت يده عليه سواء عن

---

(١) د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، الكتاب الثاني نظام الشركات نظام البنوك ، نفس المؤلف ، بدون تاريخ نشر ص١٢٠ .

(٢) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق : ج٢ ص٢٢٠ .

(٣) د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق : ص١٢٠ .

(٤) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق : ج٢ ص٢٢١ - ٢٢٢ .

(٥) د . ثروت حبيب ، دروس في القانون التجاري ، مطبعة جامعة القاهرة ١٩٨١م : ص٤٩٠ .

(٦) د . أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة وفقًا لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م ، مرجع سابق ص١٠٥ .

طريق السرقة أو الغصب أو غير ذلك ؛ فإنه يعتبر صاحبه ، ولاشك أن كل ما يفضي إلى النزاع والضرر ممنوع شرعًا ، ثم إن جهالة أصحابها قد يجعلها في يد فاقد الأهلية ، ولا يجوز اشتراكه إلا من خلال وليّه أو وصيه (١) .

وعلى هذا فيجب اعتبار الأسهم لحامله في أية شركة باطلة ويجب رد قيمتها إلى من ساهم فيها أولًا أو استبدالها بأسهم اسمية فإن لم تفعل الشركة ذلك كانت شركة فاسدة (٢) .

**ثانيًا – من حيث طبيعة الحصة :**

أ – **الأسهم النقدية** Cash Shares : الأسهم النقدية . هي الأسهم التي تمثل الحصص التي دفعت نقدًا في رأس مال الشركة (٣) .

وهذه الأسهم جائزة شرعًا ؛ فقد أجمع الفقهاء على جواز الشركة بالنقود .

يقول ابن رشد : « اتفق المسلمون على أن الشركة تجوز في الصنف الواحد من العين – أعني الدراهم والدنانير » (٤) .

ويقول ابن قدامة : « ولا خلاف في أنه يجوز جعل رأس المال الدراهم والدنانير؛ فإنها قيم الأموال وأثمان المبيعات ، والناس يشتركون بها من لدن النبي ﷺ إلى زماننا هذا من غير نكير » (٥) .

وإذا كان الفقهاء قد نصُّوا على جواز الشركة بالدراهم والدنانير ؛ فإنها تجوز بالعملة النقدية المتداولة وإن لم تكن دراهم ولا دنانير ؛ لأن الناس تعارفوا عليها وجعلوها قيمًا للأموال ، وإلى هذا ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية والمالكية والحنابلة (٦) .

ب – **الأسهم العينية** Vendors Shares : الأسهم العينية : هي الأسهم التي تمثل

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ج٢ ص ٢٢٠– ٢٢١ د . عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، دار النشر للجامعات مصر القاهرة ، الطبعة الأولى ١٤١٨هـ = ١٩٩٨م ص١٨٣ .

(٢) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية مرجع سابق ج٢ ص٢٢١ .

(٣) انظر : د . ثروت حبيب ، دروس في القانون التجاري مرجع سابق ص٤٨٩ ، د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري مرجع سابق ص١١٩ .

(٤) ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق ج٢ ص٣٠٤ .

(٥) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٥ ص١٦ .

(٦) د . عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص١٧٩ – ١٨٠ .

الحصص العينية في رأس مال الشركة (١) .

والحصة العينية يقابلها في الفقه الإسلامي اصطلاح الاشتراك بالعروض .

وقد اختلف الفقهاء في جواز الشركة بالعروض ؛ فيرى جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة في - أحد القولين عندهم - عدم جوازها . بينما يرى المالكية والحنابلة - في القول الآخر - جوازها على أن يتم تقويمها عند التعاقد (٢) .

والرأي الثاني : يلائم حاجات المجتمع ونماءه ولا يصطدم بالقواعد الشرعية ، وفي هذا يقول الإمام الشوكاني : « الأصل الجواز في جميع أنوع الأموال ، فمن ادعى الاختصاص بنوع واحد ونفي جواز ما عداها ؛ فعليه الدليل » (٣) .

**ثالثًا : من حيث الحقوق :**

أ - **الأسهم العادية** Ordinary Shares : الأسهم العادية : هي أكبر أنواع الأسهم شيوعًا ، وهي التي ينعقد لمالكيها الحق في اقتسام الأرباح المحققة بعد دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة وقبل صرف أرباح الأسهم المؤجلة (٤) .

ولما كانت هذه الأسهم لا تخوِّل لحاملها أي حق ذي طبيعة خاصة ، ولا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم ، سواء عند توزيع أرباح الشركة ، أو عند قسمة صافي موجوداتها ، أو عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين ، ومقتضى ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات ، ومن ثَم تكون هذه الأسهم سَلِمَتْ مما يشوبها أو يعيبها أو يجعلها موضع شبهة ما لم تكن الشركة المصدرة لهذه الأسهم تتعامل بالربا أخذًا أو عطاءً ، أو في المحرمات بيعًا أو شراءً ، فإذا خلت من هذه المفاسد ؛ تعين القول بجوازها ، وإلى هذا الرأي ذهب الفقهاء المعاصرون (٥) .

---

(١) انظر : د . ثروت حبيب ، دروس في القانون التجاري ، مرجع سابق : ص٤٨٩ د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق ص١١٩ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق : ج٥ ص١٧ . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق : ج٢ ص٣٠٤ - ٣٠٥ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية ، مرجع سابق ص١٦٤ - ١٦٩ .

(٣) الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق : ج٥ ص٢٦٥ .

(٤) انظر : د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق : ص١٢١ . سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ص٢٨٠ .

(٥) انظر : المرجع السابق ص٣٠١ . د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية مرجع سابق ج٢ ص١٨٥ - ١٨٩ .

جـ - **الأسهم الممتازة** Preference Shares : السهم الممتاز : هو السهم الذي يتمتع ببعض مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية ، ومن هذه المزايا : تقرير بعض الامتيازات لهذه الأسهم في الأرباح أو ناتج التصفية أو التصويت (١) .

وهذا النوع من الأسهم يحرِّمه الإسلام لما فيه من إخلال بقاعدة المساواة بين الشركاء في الربح وتحمل الخسارة والتي أوجبها الفقهاء بالإجماع .

فلا يجوز شرعًا أن يكون لأحد الشركاء حق الأولوية في الحصول على الأرباح دون بقية الشركاء ، كما أن حصول بعض الشركاء على نسبة ثابتة من الأرباح بغض النظر عن ربح الشركة أو خسارتها هو من قبيل الربا الذي حرمه الإسلام ، ويخالف مبنى الشركة في الإسلام القائم على المخاطرة والغنم بالغرم على قدر حصص الشركاء .

ولا يجوز شرعًا أن يكون لبعض الأسهم حق استرجاع قيمتها بالكامل عند تصفية الشركة ؛ لأن الشركة تقوم على المخاطرة ؛ فإما ربح يعود على جميع الأسهم ؛ وإما خسارة كذلك .

كما أنه لا يجوز شرعًا منح بعض الأسهم أكثر من صوت في الجمعية العمومية ؛ لأن المفروض تساوى الشركاء في الحقوق ، ومن هذه الحقوق : التساوي في الأصوات بحسب الأسهم (٢) .

**رابعًا : من حيث الاستهلاك :**

أ - **أسهم رأس المال** Capital Shares : أسهم رأس المال هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها بعد ؛ إذ تمثل جزءًا في رأس مال الشركة لم يسترده المساهم بعد ، والأصل أن الأسهم لا تستهلك طالما الشركة ما زالت قائمة ، ومن حق الشريك تبعًا لذلك البقاء في الشركة إلى أن تنقضي (٣) .

وهذه الأسهم بذلك تمثل الصورة العادية المألوفة للأسهم وهي جائزة شرعًا .

ب - **أسهم التمتع** Redeemable Shares : أسهم التمتع : هي الأسهم التي تمنح للمساهم التي استهلكت أسهمه في رأس المال أثناء حياة الشركة ، وهذه الأسهم قابلة للتداول ، كما أنها تمنح صاحبها حق حضور جلسات الجمعية العمومية والحصول على

---

(١) د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق نفس الموضع .

(٢) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ص٢٢٣ - ٢٢٤ .

(٣) د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق ص١٢٢ .

الأرباح دون أن يكون لها حق في موجودات الشركة عند التصفية [١] .

وهذا النوع من الأسهم على خلاف الأصل ، ولكن قد تضطر الشركة إلى ذلك ؛ إذا كانت قد حصلت على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة لاستغلال مورد معين من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة تؤول بعدها ممتلكات الشركة للجهة المانحة للامتياز ، وأيضًا إذا كانت موجودات الشركة مما يهلك بالاستعمال مما يستحيل معه حصول المساهمين على قيمة أسهمهم عند انقضاء الشركة .

وتفصيلًا للحكم الشرعي لأسهم التمتع ؛ فإنه إذا ما تم تصفية الشركة بانتهاء أعمالها ، أو بانتهاء أجلها ؛ فإننا نكون هنا أمام عدة افتراضات أو احتمالات : -

**الأول** : قيام الشركة باستهلاك بعض أسهمها أثناء حياتها دون البعض الآخر .

**الثاني** : أن كافة أصول الشركة في تاريخ التصفية قد لا تكون كافية للوفاء بالتزاماتها قبل الغير .

**الثالث** : أن يكون السهم غير المستهلك من ناتج التصفية متفاوتًا تفاوتًا كبيرًا - سلبًا أو إيجابًا - عن قيمة السهم الاسمية التي استردها المساهم أثناء حياة الشركة ، وذلك يتوقف على حجم التراكمات الرأسمالية التي تكونت خلال الشركة في شكل احتياطيات تمثل الفوائض غير الموزعة على المساهمين التي تمثل في حقيقتها حقًّا خالصًا لجميع الشركاء الذين استهلكت أسهمهم .

ولما كان مقتضى ذلك جميعه الإخلال بمبدأ المساواة بين الشركاء في الشركة الواحدة ، وأن الشركة إذا فعلت ؛ ذلك فتكون قد خصت طائفة ببعض المزايا دون أخرى بدون مقتضى ، وفي ذلك ظلم وإجحاف ببعض الشركاء ، والأصل أن يتساوى الشركاء في الربح والخسارة والمغنم والمغرم .

وعلى ذلك فإن أسهم التمتع لا تجوز شرعًا إلا في صورة واحدة : أن يتم استهلاك الأسهم لجميع المساهمين دفعة واحدة ، أو على دفعات متتالية بنسبة معينة من جملة ما يمتلكه كل شريك ، ودونما تمييز بين طائفة وأخرى ، وهذا المسلك من شأنه رفع الحرج عن الشركة إن هي اضطرت لذلك ، وفي ذلك تحقيق لمصالح الشركاء وإصابة لمقاصد الشريعة الإسلامية وأحكامها ومنها إقامة العدل [٢] .

---

(١) انظر : اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المساهمة وشركة التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م ، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية القاهرة ١٩٨٢م المادة ١١٨ ص٨١ .

(٢) انظر : سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ص٣٠٥ - ٣٠٧ .

**( ٢ ) السندات Bonds :**

يمكن تعريف السند : بأنه صك قابل للتداول يدين به حامله الشركة بمبلغ من المال قدم على سبيل القرض طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام ؛ ليمنحه حق الحصول على الفوائد المشروطة أثناء المدة المحددة لبقائه واقتضاء دينه عند انقضاء أجله (١) .

ويتضح من هذا التعريف الفرق بين السهم والسند ؛ فالسند يمثل حق دائنيه لصاحبه في مواجهة الشركة ، أما السهم فهو يمثل حق ملكية فيها .

ولذلك فحامل السند له حق استرداد قيمته في الموعد المحدد ، وفي تقاضي الفوائد الثابتة له سواء حققت الشركة ربحًا أم لم تحقق ، وهو كدائن للشركة له ضمان عام على أموالها فيحصل على حقه أولًا ، ثم يقتسم أصحاب الأسهم موجودات الشركة بعد ذلك ومتى استوفي صاحب السند قيمته انقطعت صلته بالشركة .

كما أن حامل السند ليس له أن يشارك بأي صورة في إدارة الشركة بعكس المساهم الذي له حق حضور الجمعيات العمومية ومراقبة أعمال مجلس الإدارة (٢) .

**وتنقسم السندات إلى نوعين رئيسيين :**

أ - **سندات حكومية** Government Bonds : وهي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم (٣) .

وتنقسم هذه السندات بدورها إلى :

١ - **سندات حكومية دائمة** : Perpetual Government Bonds وفيها تدفع الدولة لحامل السند فائدة محددة كل ستة أشهر أو سنة ولا تحدد تاريخ سداد قيمة السند .

٢ - **سندات حكومية قابلة للاستهلاك** : Redeemable Government Bonds : وفيها تعهد الدولة بأن تسدد قيمة السند في أجل محدد وغالبًا ما يكون على أقساط سنوية .

---

(١) د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق ص١٢٨ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : د . ثروت حبيب : دروس في القانون التجاري ، مرجع سابق ص٤٩١ د . جميل أحمد توفيق الإدارة المالية كلية التجارة جامعة الإسكندرية ١٩٨٨م : ج١ ص٢٨٧ - ٢٨٨ د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق : ص١٣٠ - ١٣١ .

(٣) صبري حسن نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية مقدمة للتحليل الفني والأساسي ، كتاب الأهرام الاقتصادي العدد ١٠٠ أول مايو ١٩٩٦م ص١٥ .

وتتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر ؛ لكونها مضمونة من الحكومة ، فضلًا عن تمتعها بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن لحاملها تحويلها إلى نقدية من خلال البورصة .

**ب – سندات الشركات** : Corporate Bonds : هي سندات تصدرها الشركات للاقتراض من الجمهور (١) .

وتأخذ هذه السندات أكثر من شكل كما يلي (٢) : –

**١ – السندات العادية** Ordinary Bonds : هي سندات تصدر بقيمة اسمية محددة ، ويكتتب فيها المقرض بالكامل ، ويستردها كاملة في تاريخ الاستحقاق وخلال مدة القرض يستحق عليها الفوائد الثابتة المشروطة .

**٢ – سندات علاوة الإصدار** Issue Premium Bonds : هي سندات يتم إصدارها بأقل من قيمتها الاسمية إلا أن الشركة المصدرة لها تلتزم بدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الوفاء بقيمة السند ، ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية وما تم تحصيله من صاحب السند علاوة الوفاء .

هذا بالإضافة إلى ما تستحقه هذه السندات من فوائد ثابتة يتم دفعها جملة واحدة في نهاية مدة القرض – وليس بصفة دورية – والتي غالبًا ما تكون نسبتها أدنى منها في السندات العادية .

**٣ – السندات ذات النصيب** Lottery Bonds : هي سندات عادية يتم الاكتتاب فيها بقيمتها الاسمية وتستحق عليها الفوائد المشروطة ، إلا أن الفائدة المشروطة عادة ما تكون أقل نسبيًا عن مثيلاتها في السوق . وتستخدم الشركات حاصل الفرق بين سعر الفائدة المدفوع والمتاح في تكوين مبلغ يستخدم في إعطاء جوائز أو مكافآت مالية كبيرة لعدد من السندات يجري اختيارها عن طريق السحب الدوري .

**٤ – السندات المضمونة** Mortgage or Secured Bonds : هي سندات تصدر بقيمتها الاسمية كالسندات العادية ، ويحق لصاحبها الحصول على فائدة ثابتة إلا أنها

---

(١) المرجع السابق نفس الموضع .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص١٥ – ١٧ د . عماد الشربيني ، مبادئ القانون التجاري ، مرجع سابق ص١٣١ – ١٣٢ . د . جميل أحمد توفيق الإدارة المالية ، مرجع سابق ج١ ص٢٩١ – ٢٩٣ سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار النظرية التطبيق ، مرجع سابق ص٤٨ – ٤٩ سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ص٣١٣ – ٣٢٣ .

تتميز عن السندات العادية بكونها مضمونة بضمان قد يكون شخصيًا كالسندات المضمونة من أحد البنوك أو الحكومة ، أو قد يكون عينيًا كالسندات المضمونة برهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة .

٥ – **السندات غير المضمونة** Debenture Bonds : وهذا النوع من السندات يكون غير مضمون بأصل ثابت معين ، ولذلك إذا عجزت الشركة المصدرة لهذه السندات عن سداد قيمتها لأصحابها ؛ فإنه يمكنهم حينئذ المطالبة بإفلاس الشركة لاستيفاء حقوقهم .

٦ – **السندات القابلة للتحويل** Convertible Bonds : هذا النوع من السندات قد يكون قابل للتحويل إلى أسهم ، أو إلى سندات ، وقد يجمع بين هذا وذاك ، فيكون قابل للتحويل إلى أسهم وسندات .

**والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم** : هي سندات تخول لحامليها الحق في استبدالها بعدد من الأسهم العادية التي تصدرها الشركة في حالة رغبتهم في ذلك .

**بينما السندات القابلة للتحويل إلى سندات** : هي سندات تصدرها الحكومات وتخول لحامليها الحق في استبدالها بسندات أخرى في تاريخ استحقاقها إذا ما رغبوا في ذلك .

**أما السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات** : فهي سندات تخول لحامليها الحق في استبدالها بعدد من الأسهم العادية والسندات إذا ما رغبوا – أيضًا – في ذلك .

٧ – **السندات الاسمية** Nominal Bonds : هي السندات التي تحمل اسم صاحبها ويستحق وحده الفوائد المستحقة لها وتنتقل حيازتها من طرف لآخر من خلال عمليات التداول في سوق الأوراق المالية ، ويتم إثبات اسم المتنازل إليه على السند بمعرفة الجهة المصدرة لتلك السندات .

٨ – **السندات لحامله** Berer Bonds Or Coupon Bonds : هي السندات التي تكون ملكًا لحاملها ، وتعد من قبيل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول سند الملكية .

٩ – **سندات المشاركة في الربح** Profit Sharing Bonds : هي سندات تخول لأصحابها الحق في الحصول على نسبة من الأرباح المحققة للمشروع إذا تجاوز الفائض المحقق حدًّا معينًا فضلًا عن الفائدة المشروطة التي تغلها هذه السندات .

١٠ – **السندات متزايدة سعر الفائدة لأجل معلوم** Deffered Bonds : هي سندات تصدر بأسعار فائدة غالبًا ما تكون أقل من الأسعار المتاحة في الأسواق المالية ، إلا أن

يتم تصعيده تدريجيًا حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده سلفًا لسعر الفائدة ، ويصبح السعر منذ ذلك التاريخ ثابتًا .

١١ - **سندات سعر الفائدة المعوم Floating rate Notes** : هذا النوع من السندات نشأ في سوق لندن ويغل عائدًا نصف سنوي محدد على أساس متوسط أسعار ودائع بنوك لندن القائدة ، والمعروف بسعر الليبور Libor لمدة ستة أشهر مضافًا إليه هامشًا محددًا بنسبة غالبًا ما تكون ربع أو نصف في المائة .

وتخول هذه السندات لأصحابها حدًّا أدنى من العائد ، وتتراوح مدتها غالبًا ما بين خمس وسبع سنوات ، ويمكن استهلاكها قبل هذا التاريخ (١) .

١٢ - **سندات سعر الفائدة المتغير Stepped Coupon Bonds** : هذا النوع من السندات لا يرتبط سعر فائدتها بسعر الليبور كسابقتها ؛ فهو يتحرك صعودًا وهبوطًا مما يجعلها أكثر جاذبية للراغبين في استثمار أموالهم في السندات .

١٣ - **سندات سعر الفائدة المرتبط بمستوى الأسعار Indexed Rate Bonds** : لما كانت القوة الشرائية للنقود ترتبط بمستوى الأسعار ارتباطًا عكسيًا ، فترتفع بانخفاضها وتنخفض بارتفاعها ، الأمر الذي يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن استثمار أموالهم في الأدوات المالية ذات الفوائد الثابتة والتي تقل نسبتها عن نسبة التضخم الأمر الذي يترتب عليه تدهور القوة الشرائية للأموال المستثمرة وتآكلها ، لذلك لم يكن مستغربًا أن يستحدث الفكر المالي أداة مالية جديدة يتغير سعر فائدتها على فترات دورية لا تقل عن عام ولا تزيد عن عامين ، ويرتبط هذا التغير بالتغير النسبي في مستوى الأسعار (٢) .

١٤ - **سندات لا تحمل معدلًا للفائدة Zero Coupon Bonds** : هي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية على أن يسترد حاملها قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها .

ويمكن لحاملها بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ استحقاقها ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها حامل السند .

١٥ - **سندات الدخل Income Bonds** : تخول هذه السندات لحامليها الحصول على فائدة ثابتة إلا أن هذا الحق يتوقف على تحقيق الشركة المصدرة لهذه السندات

---

(١) سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ص٣١٩ .

(٢) انظر : المرجع السابق نفس الموضع .

فائضًا كافيًا لتغطية الفائدة ؛ وبناء على ذلك فإنه لا يوجد التزام على الشركة بدفع الفوائد كلها طالما أن الأرباح لا تكفي ، ولا تخول هذه السندات لحامليها الحق في المطالبة بإفلاس وتصفية الشركة في حالة عدم قدرتها على السداد .

**١٦ - سندات المقارضة الإسلامية Modaraba Islamic Bonds** : هي سندات تخول لأصحابها الحصول على عائد يرتبط بنتائج نشاط الجهة المصدرة إيجابًا وسلبًا .

فالعائد الموزع على هذه السندات يتغير بتغير الفائض المحقق ؛ حيث يتم توزيع الفائض القابل للتوزيع بنسبة شائعة من الربح على حملة هذه السندات .

وهذا النوع من السندات هو النوع الوحيد من أنواع السندات السالفة الذكر الجائز شرعًا ؛ لقيامها على الغنم والغرم ، بينما بقية أنواع السندات تغل فائدة ثابتة ومحددة زمنًا ومقدارًا أو فائدة متغيرة ، ولكنها لا ترتبط بنتيجة النشاط إيجابًا وسلبًا ، وهذا يعني أنها لا تخرج عن كونها عقد قرض اجتمعت فيه عناصر ربا الديون الثلاثة : الدين ، والأجل ، وزيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل ، وهذه الزيادة من قبيل الربا المحرم شرعًا بالكتاب والسنة والإجماع .

فمن الكتاب قوله تعالى : ﴿ يَـٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوا۟ ٱتَّقُوا۟ ٱللَّهَ وَذَرُوا۟ مَا بَقِىَ مِنَ ٱلرِّبَوٰٓا۟ إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ۝ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا۟ فَأْذَنُوا۟ بِحَرْبٍ مِّنَ ٱللَّهِ وَرَسُولِهِۦ ۖ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَٰلِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾ (١) .

**ومن السنة** : ما روي عن جابر ﷺ أنه قال : لَعَنَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ آكِلَ الرِّبَا ، وَمُؤْكِلَهُ ، وَكَاتِبَهُ ، وَشَاهِدَيْهِ ، وَقَالَ « هُمْ سَوَاءٌ » (٢) .

**وأما الإجماع** : فظاهر من قول ابن قدامة : « أجمعت الأمة على أن الربا محرم » (٣) وقوله : « والربا على ضربين : ربا الفضل ، وربا النسيئة ، وأجمع أهل العلم على تحريمهما » (٤) .

ومن قول القرطبي : « والربا في عرف الشرع شيئان : تحريم النَّساء ، والتفاضل في العقود وفي المطعومات ، وغالبية ما كانت العرب تفعله من قولها للغريم أتقضي أم تربي ؟ فكان الغريم يزيد في عدد المال ويصبر الطالب عليه ، فهذا كله محرم باتفاق الأمة » (٥) .

---

(١) سورة البقرة : ٢٧٨ - ٢٧٩ .

(٢) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق ج١١ ص٢٦ .

(٣) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٤ ص٣ . (٤) المرجع السابق نفس الموضع .

(٥) القرطبي ، الجامع لأحكام القرآن تحقيق صديق محمد جميل ، الشيخ عرفات العشا ، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع بيروت ١٤١٤هـ = ١٩٩٤م ج٢ ص٣١٧ .

وقول الرازي : « وذلك أنهم كانوا يدفعون المال علي أن يأخذوا كل شهر قدرًا معينًا ويكون رأس المال باقيًا ، ثم إذا حل الدين طالبوا المدين برأس المال ، فإن تعذر عليه الأداء زادوا في الحق والأجل ، فهذا هو الربا الذي كانوا يتعاملون به في الجاهلية » (١) .

ومن قول الجصاص : « ومعلوم أن ربا الجاهلية كان قرضًا مؤجلًا بزيادة مشروطة ، فكانت الزيادة بدلًا من الأجل ، فأبطله اللَّه تعالى وحرمه » (٢) .

وهذا ما انتهت إليه المؤتمرات ، والمجامع الفقهية وفتاوى كبار العلماء ومنها :

*** فتوى المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية المنعقد بالقاهرة عام ( ١٣٨٥هـ = ١٩٦٥م ) ونصها : -**

أ - الفائدة على أنواع القروض كلها ربًا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي ؛ لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم هذين النوعين .

ب - كثير الربا وقليله حرام ، كما يشير إليه الفهم الصحيح في قوله تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوا۟ لَا تَأْكُلُوا۟ ٱلرِّبَوٰٓا۟ أَضْعَٰفًا مُّضَٰعَفَةً ۖ وَٱتَّقُوا۟ ٱللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴾ [آل عمران : ١٣٠] .

حـ - الإقراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة ، والاقتراض بالربا محرم كذلك ، ولا يرتفع إثمه عن المقرض إلا إذا دعت إليه الضرورة ، وكل امرئ متروك لدينه في تقدير ضرورته » (٣) .

*** قرارات المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة في دورته السابعة سنة ( ١٤٠٤هـ ) حول سوق الأوراق المالية والبضائع ( البورصة ) والتي جاء فيها : -**

« أن العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة بمختلف أنواعها غير جائزة شرعًا ؛ لأنها معاملات تجرى بالربا المحرم » (٤) .

*** قرارات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة في دورة انعقاد مؤتمره الثاني بجدة في الفترة من ( ١٠ - ١٦ربيع الثاني ١٤٠٦هـ = ٢٢ - ٢٨ديسمبر ١٩٨٥م ) حيث جاء فيها : -** « أن كل زيادة ( أو فائدة ) على الدين الذي

---

(١) الإمام فخر الدين الرازي ، التفسير الكبير المطبعة الخيرية القاهرة ١٣٠٨هـ ج٢ ص٣٥٧ .

(٢) الجصاص : أحكام القرآن ، دار الفكر العربي للطباعة والنشر والتوزيع ، بدون تاريخ نشر ج١ ص٤٦٧ .

(٣) المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية الأزهر القاهرة ١٣٨٥هـ = ١٩٦٥م .

(٤) قرارا المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي ، مرجع سابق ص١٢٣ .

حل أجله وعجز المدين عن الوفاء به مقابل تأجيله وكذلك الزيادة ( أو الفائدة ) على القرض منذ بداية العقد ؛ هاتان الصورتان ربًا محرم شرعًا » [(١)] .

* **قرارات مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة في دورته التاسعة المنعقدة بمبنى رابطة العالم الإسلامي بمكة المكرمة في شهر ( رجب ١٤٠٦هـ ) حيث جاء فيها** : - « يجب على المسلمين كافة أن ينتهوا عما نهى اللَّه عنه من التعامل بالربا ، أخذًا ، أو عطاءً ، أو المعاونة عليه بأي صورة من الصور ؛ حتى لا يحل بهم عذاب اللَّه ، ولا يأذنوا بحرب من اللَّه ورسوله .

- كل مال جاء عن طريق الفوائد الربوية هو مال حرام شرعًا لا يجوز أن ينتفع به المسلم - مودع المال - لنفسه أو لأحد ممن يعوله في أي شأن من شؤونه » [(٢)] .

* **فتوى دار الإفتاء المصرية بشأن استثمار المال في أذون الخزانة وسندات التنمية حيث جاء فيها** : - « لما كان البنك يستطلع الرأي الشرعي في إمكان استغلال أموال أبناء الجاليات المصرية بالبلاد العربية في شراء أذون الخزانة التي تصدرها الدولة وتكتتب فيها البنوك وهي بمعدل فائدة ثابت ، وكذلك في شراء سندات التنمية وهي بمعدل فائدة ثابت أيضًا ، ولما كانت أذون الخزانة وسندات التنمية التي تصدرها الدولة بمعدل فائدة ثابت من باب القرض بفائدة ، وقد حرمت الشريعة الإسلامية القروض ذات الفائدة المحددة أيًا كان المقرض أو المقترض ؛ لأنها من باب الربا المحرم شرعًا بالكتاب والسنة والإجماع ؛ فإن تحقيق رغبة المستثمرين وحرصهم على الكسب الشرعي الذي أحله اللَّه يستلزم ألا تستغل أموالهم على غير رغبتهم في هذه الأذون والسندات » [(٣)] .

* **القرار رقم ٦٢/١١/٦ الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي بجدة في مؤتمره السادس سنة ( ١٤١٠هـ ) بشأن السندات ونصه** : - « إن السندات التي تمثل التزامًا بدفع مبلغها مع دفع فائدة منسوبة إليه ، أو نفع مشروط ؛ محرمة شرعًا من حيث : الإصدار ، أو الشراء ، أو التداول ؛ لأنها قروض ربوية ؛ سواء أكانت الجهة المصدر لها خاصة ، أو عامة ترتبط بالدولة ، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوك استثمارية

---

(١) قرارا ت وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي منظمة المؤتمر الإسلامي مطبوعات مجمع الفقه الإسلامي ، جدة ص٢٢ - ٢٣ .

(٢) المرجع السابق ص١٩٠ - ١٩٣ .

(٣) الفتاوى الإسلامية من دار الإفتاء المصرية ، وزارة الأوقاف المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية ١٤٠٣هـ = ١٩٨٣م المجلد التاسع ، فتوى فضيلة الشيخ / جاد الحق علي جاد الحق رقم ٢٤٨ ص٢٣١١ .

أو ادخارية ، أو تسمية الفائدة الملتزم بها ربحًا أو ريعًا أو عمولة أو عائدًا » [١] .

**( ٣ ) أذون الخزانة [٢] Treasury Bills :**

أذون الخزانة هي : صكوك مديونية قصيرة الأجل تصدرها الحكومة بقيمة أكبر من قيمة المبالغ الحقيقية التي تدفع ثمنًا لشرائها ، ويمثل الفرق بين القيمتين مقدار الفائدة المستحقة لحاملها في تاريخ استحقاقها .

وتتنوع إصدارات هذه الأذون ؛ حيث تصدر لآجال مختلفة ، فمنها ما يصدر لمدة ثلاثة شهور ، ومنها ما يصدر لمدة ستة شهور ، ومنها ما يصدر لمدة سنة .

وهذه الأذون غير جائزة شرعًا ؛ حيث يسري عليها ما يسرى على السندات من كونها قرضًا بفائدة .

**( ٤ ) صكوك التمويل Finance Securities :**

هي صكوك تخول لحاملها الحصول على فائدة متغيرة على أن لا تتجاوز هذه الفائدة حدًّا معينًا ، فضلًا عن حصوله على قيمة الصك في تاريخ استحقاقه ، ولا يكون لحاملها حق الإدارة في الشركة .

وقد استحدث المشرع المصري في القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م هذه الصكوك وقصر إصدارها على شركات المساهمة غير العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها وتوظيفها ، على أن لا يجاوز عائدها المتغير ما يحدده البنك المركزي المصري بالاتفاق مع الهيئة العامة لسوق المال .

وهذه الصكوك غير جائزة شرعًا ، ويسرى عليها حكم السندات ؛ حيث إن حاملها يتشابه مع حامل السند ؛ فهو ليس في مركز الشريك المساهم في الشركة بل مركزه مركز الدائن الذي لا يتحمل شيئًا من الخسارة التي قد تلحق بالشركة ، والعائد الذي يتقاضاه لا يتحدد على أساس تعاملات الشركة وأرباحها الحقيقية من المشروعات التي تدخل فيها ؛ بل على حسب ما يحدده البنك المركزي ، وهو في الغالب يحدد مقدار

(١) الدورة السادسة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي منظمة المؤتمر الإسلامي مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، العدد السادس ١٤١٠هـ = ١٩٩٠م ج٢ ص١٧٢٥ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : د . سعيد سيف النصر ، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء ، مرجع سابق ص١٢١ – ١٢٨ .

العائد على حسب أسعار الفائدة العالمية ونسب التضخم وغير ذلك ، وفي نهاية المدة المحددة للصك يسترد قيمته بالكامل [١] .

**( ٥ ) صكوك الاستثمار** Investment Securities :

هي صكوك تخول لحامليها حق الاشتراك في الأرباح والخسائر في حدود ما قدموه من أموال ، ويستحق حاملوها عائدًا دوريًا تحت حساب الأرباح لكنهم لا يشتركون في إدارة الشركة .

وبذلك يختلف أصحاب هذه الصكوك عن حملة السندات في كونهم ليسوا دائنين للشركة ، وعن حملة الأسهم في كونهم لا يشتركون في إدارة الشركة .

وقد استحدث المشرع المصري هذه الصكوك - أيضًا - بالقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م ، وجعل إصدارها للشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها وتوظيفها .

وإصدار هذه الصكوك وتداولها أمر جائز شرعًا بشرط توظيف أموالها في أنشطة شرعية ، فهذه الصكوك أقرب ما تكون إلى صكوك المقارضة الشرعية التي أقرها مجمع الفقه الإسلامي بمكة المكرمة في دورته الرابعة عام ١٩٨٨م .

**( ٦ ) وثائق الاستثمار** Investment Certificates :

هي صكوك تخول لحامليها حق الاشتراك في الأرباح والخسائر كل بنسبة ما يملكه دون الحق في الإدارة ، وهي جائزة شرعًا شريطة أن تستخدم الجهة المصدرة لها أموال هذه الوثائق في مشروعات وأنشطة شرعية كذلك .

**( ٧ ) حصص التأسيس** Founders' Shares :

هي صك يعطى حامله حقوقًا في أرباح الشركة دون أن يمثل حصة في رأس المال ، وتمنح حصص التأسيس مكافأة على خدمات أداها المؤسسون للشركة ، ومن هنا جاءت تسميتها ، وقد تمنح لغير المؤسسين وتسمى عندئذ حصص أرباح ، وقد أعطت بعض التشريعات الحرية في إنشاء هذه الحصص لمكافأة المجهودات التي بذلت في تأسيس الشركة ، أو الخدمات التي قدمت لهذا الغرض وليس لحصص التأسيس قيمة اسمية ، وإنما يحدد نصيبها في الأرباح ، ولذلك لا تدخل في حساب رأس المال ، ولا يكون

---

(١) انظر : د . محمد الزرقا : أحكام صكوك الاستثمار ، مطبعة السعادة القاهرة سنة١٩٩١م ص٥٤ .

لأصحابها نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة ، وهي لا تخول صاحبها التدخل بأي وجه في إدارة الشركة ، وتكون عادة قابلة للتداول بالطرق التجارية [1] .

وبذلك فإن حصص التأسيس تختلف عن الأسهم في كونها لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة ، وبالتالي ليس لأصحابها نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة أو تصفيتها ، بينما الأسهم على العكس من ذلك ؛ فهي تدخل في تكوين رأس مال الشركة ، وبالتالي يكون لأصحابها نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة أو تصفيتها .

كما أن حصص التأسيس ليس لها قيمة اسمية وإنما يذكر أن مالكها له حصة في الأرباح ، وهذا بخلاف الأسهم التي تحمل بيانًا بقيمتها .

وحامل حصص التأسيس لا يجوز له التدخل في إدارة الشركة ، وليس له حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين ، على عكس حامل الأسهم ؛ حيث يكون له حق الاشتراك في إدارة الشركة ، والتصويت في الجمعيات العامة .

**كما تختلف حصص التأسيس عن السندات** : حيث أن حاملها يحصل على نصيب في الأرباح بشرط أن تحقق الشركة أرباح صافية ، بينما السندات تخول فائدة ثابتة لأصحابها بغض النظر عن تحقيق الشركة لأرباح .

**وبعرض هذا النوع من الصكوك على قواعد الفقه الإسلامي يتبين** : أن حامل حصص التأسيس ليس شريكًا في الشركة ، وليس دائنًا كذلك .

**أما إنه ليس شريكًا في الشركة** : لأن مقتضى الشركة أن يقدم كل شريك حصة نقدية أو عينية أو عملًا مستمرًا يستمد استمراره من استمرار الشركة ، بينما حصص التأسيس لم يقدم صاحبها أي حصة نقدية أو عينية ولكنه قدم مساعدات للشركة ؛ فحصل مقابل ذلك على هذه الحصص التي لا تتقوم بمال ؛ ولذلك صدرت هذه الحصص وليست لها قيمة اسمية ، وليست جزء من رأس مال الشركة ، وليس لها قيمة استردادية عند التصفية ؛ مما ينتفي معه إضفاء صفة الشريك على حامل حصص التأسيس وإن شارك الشركاء في جزء من الأرباح .

كما أن حامل حصص التأسيس ليس دائنًا للشركة ؛ لأن الجهود المبذولة من جانبه لا تقوم بمال ، وليست قرضًا في ذمة الشركاء يجب أداؤه ويستحق بالمطالبة أو بحلول موعد الاستحقاق .

---

(١) الموسوعة العربية الميسرة ، مرجع سابق ص ٧٢٤ .

وأقرب ما يصدق على هذا النوع من الصكوك : أن صاحب حصة التأسيس شبيه بالبائع الذي ارتضى أن يكون ثمن البيع حقًّا احتماليًا غير محدد المقدار والمبيع حقًّا معنويًا ، وهذا النوع من البيوع لا يجوز شرعًا لا لأنه حق معنوي ، وإنما لأن الثمن مجهول ومن شروط البيع أن يكون الثمن معلومًا (١) .

وعلى هذا فلا يصح أن تصدر الشركة صكوكًا على أنها حصص تأسيس ، ويعطى أصحابها حقًّا في أرباح الشركة لمخالفة ذلك للقواعد الشرعية ، وتعتبر الصكوك التي هي حصص التأسيس باطلة وبدلًا من حصص التأسيس فإنه يصح أن تقدم الشركة مكافأة لأولئك الذين أسدوا إليها خدمات أو مساعدات عند التأسيس ، أو قدموا لها اختراعات ، ويحسب ذلك من نفقات التأسيس (٢) ، أو أن تقوَّم حقوقهم ومجهوداتهم التي قدمت للشركة عند التأسيس بقيمة نقدية يحصلون في مقابلها على عدد من الأسهم يصيرون بها شركاء في الشركة (٣) .

### ( ٨ ) عقود الاختيار (٤) Options :

تعتبر عقود الاختيار من أهم عقود المشتقات وتمثل أحد الأدوات المالية الحديثة التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية ، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح .

وقد نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين ، ثم انتقل التعامل بعد ذلك إلى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في ٢٦ أبريل ١٩٧٣م وسرعان ما انتشرت هذه العقود في البورصات الأمريكية فالبورصات الأوربية (٥) .

---

(١) د . المرزوقي ، شركات المساهمة في النظام السعودي ، مرجع سابق ص٣٨٢ .

(٢) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ج٢ ص٢٣٠ - ٢٣١ .

(٣) د . المرزوقي ، شركات المساهمة في النظام السعودي ، مرجع سابق ص٣٨٣ - ٣٨٤ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : د . منير هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٦٨ - ٦٩ . محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، مرجع سابق ص٢٥٤ ، سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار النظرية والتطبيق منهج تحليلي كمي ، مرجع سابق ص ٣٢٢ . نشأت عبد العزيز معوض بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق ج١ ص٥٣ . جلال إبراهيم العبد ، كيف تستثمر أموالك في عقود الاختيار ، مرجع سابق ص٥ - ٢٦ .

(٥) من الجدير بالذكر أن قانون التجارة المصري رقم ( ١٧ ) لسنة ١٩٩٩م أقر هذه النوعية من العقود من =

ويمكن تعريف عقود الاختيار بأنها عقود تعطي لمالكها حق ( وليس التزام ) شراء ويسمى ( Call option ) أو بيع ويسمى ( Put option ) كمية معينة من أصل مالي بسعر محدد متفق عليه مقدمًا ( ويسمى سعر التنفيذ أو الممارسة Exercise Or Striking Price ) وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لبائع العقد على سبيل التعويض أو المكافأة ( ويسمى علاوة Premium ) ويبقى هذا الحق صالحًا حتى تاريخ استحقاق العقد .

وقد سميت هذه العقود بعقود الاختيار ؛ لأنها تعطى لمالكها الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه ، ويمكن تصنيف هذه العقود وفقًا لما يلي :

**أ - تاريخ تنفيذ العقد :**

١ - **الاختيار الأمريكي American Option** : وهو حق اختيار ( شراء أو بيع أو هما معا ) يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه .

٢ - **الاختيار الأوربي European Option** : وهو حق اختيار ( شراء أو بيع أو هما معًا ) لا يتم ممارسته أو تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لانتهاء العقد .

**ب - ملكية الأوراق المالية :**

١ - **الاختيار المغطى Coverd Option** : هو حق اختيار ( شراء أو بيع أو هما معًا ) يكون فيه محرر العقد مالكًا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها .

٢ - **الاختيار غير المغطى Uncoverd Option** : هو حق اختيار ( شراء أو بيع أو هما معًا ) يكون فيه المستثمر ليس مالكًا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها .

**حـ - نوع الصفقة :**

ا - **اختيار الشراء Call Option** : وفيه يكون من حق المستثمر ( مشترى حق الاختيار ) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار .

---

= خلال نص المادة ( ٤٦ ) من القانون والتي جاء فيها : « تكون العمليات المضافة إلى أجل صحيحة ولو قصد المتعاقدون منها أن تؤول إلى مجرد التزام بدفع فروق الأسعار بشرط أن تعقد العملية في سوق الأوراق المالية وأن تتعلق بصكوك مدرجة في جدول أسعار هذا السوق » . ( انظر قانون التجارة قانون رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩م كتاب الأهرام الاقتصادي القاهرة ، العدد ١٣٧ يونيو ١٩٩٩م ص١٩ ) .

وفي هذا النوع من الاختيارات تختلف توقعات كل من مشتري الحق ومحرر العقد ، فبينما يتوقع مشترى الحق ارتفاع أسعار الأوراق مسقبلًا ، يتوقع محرر الحق انخفاض أسعار الأوراق المالية مستقبلًا .

ويتيح هذا النوع من الاختيارات فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يرغب المستثمر في شرائها مستقبلًا ؛ فمن حق المستثمر إلزام محرر عقد اختيار الشراء بتنفيذ العقد إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه ، وهو سعر التنفيذ .

وبذلك يضمن المستثمر حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق من محرر حق اختيار الشراء بسعر التنفيذ بغض النظر عن قيمة الارتفاع في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ ، ونظير ذلك يحصل محرر حق اختيار الشراء على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر تحمل مخاطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية مستقبلًا .

وهكذا يحقق اختيار الشراء حماية للمستثمر ؛ فأرباحه لا حدود لها ، إذ ترتفع مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية في وقت التنفيذ ، أما خسارته فمحدودة بمقدار المكافأة التي يدفعها لمحرر العقد ، وعلى العكس من ذلك فإن أرباح محرر العقد تكون محدودة بمقدار المكافأة التي يحصل عليها من مشترى حق الاختيار ، أما خسائره فلا حدود لها إذ تزداد مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية .

**٢ - اختيار البيع Put Option** : وفيه يكون من حق المستثمر ( مشتري حق الاختيار ) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار .

وفي هذا النوع من الاختيارات يتوقع مشتري حق اختيار البيع أن تنخفض أسعار الأوراق المالية مستقبلًا في حين يتوقع محرر حق اختيار البيع أن ترتفع أسعار الأوراق المالية مستقبلًا .

وعلى العكس من اختيار الشراء فإن هذا النوع من الاختيارات يتيح فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية ، فمن حق المستثمر إلزام محرر عقد اختيار البيع تنفيذ العقد إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه ، وهو سعر التنفيذ .

وبذلك يضمن المستثمر حصوله على الأوراق المالية محل الاتفاق من محرر حق

اختيار الشراء بسعر التنفيذ بغض النظر عن قيمة الانخفاض في أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ مستقبلًا .

وهكذا يحقق اختيار البيع حماية للمستثمر ؛ فأرباحه تزداد بارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية ، أما خسائره فمحدودة دائمًا بمقدار المكافأة التي يلتزم بدفعها لمحرر عقد الاختيار ، وتزداد هذه النسبة كلما طالت الفترة التي تمضى من تاريخ التعاقد حتى تاريخ تنفيذ العقد ، أما محرر الاختيار فأرباحه محدودة بقيمة المكافأة ، أما خسائره فتزداد كلما انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية عند التنفيذ عن القيمة المتعاقد عليها مطروحًا منها قيمة المكافأة .

٣ - الاختيار المزدوج أو المختلط Straddle : وفيه يكون حق المستثمر ( مشتري حق الاختيار ) شراء / بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار .

فهذا النوع يجمع بين : اختيار البيع ، واختيار الشراء في عقد واحد .

* **الحكم الشرعي لعقود الاختيار** : بالنظر الفقهي إلى عقود الاختيار بصورتها الراهنة يتبين أنها لا تجوز شرعًا ، ويرجع ذلك للأسباب الآتية :

١ - عقود الاختيار تنطوي على مصلحة زائدة فيها شبهة الربا وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعًا ؛ فحصول أحد العاقدين على مال بغير عوض مقابل جعل الخيار للطرف الآخر يمثل مصلحة زائدة فيها شبهة الربا واضحة باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال ، ومن يحصل على ثمن بيع حق الخيار إنما يفعل ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار في السوق أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر أما الطرف الآخر فإنه يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وفقًا لمركزه وما يحقق مصلحته كبائع أو مشتري [1] .

٢ - عقود الاختيار من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده ، وبيع ما لم يقبض ، وبيع الكالئ بالكالئ ، وهذه البيوع غير جائزة شرعًا .

أما كون عقود الاختيار من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده : فهو ظاهر من أنها تتبادل فيها غالبًا التزامات وليس سلعًا .

وكونها من قبيل بيع مالم يقبض : فهو ظاهر من كونها تتم عادة على ما لا يملكه

---

(١) انظر : سمير رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، مرجع سابق ، ص٤٢٤ .

مشتري حق الاختيار ، كما أن مشتري الحق لا يهدف عادة إلى تسلم السلعة محل الاختيار حيث أن كل هدفه هو تحقيق أقصى ربح ممكن من جراء الفروق في الأسعار .

وكونها من قبيل بيع الكالئ بالكالئ : فهو ظاهر من كونها لا يسلم فيها سلعة ولا يدفع فيها ثمن إلا نسيئة فكلا طرفي المعاوضة نسيئة .

٣ - الاتفاق الذي يؤدي إلى الحصول على اختيار لقاء ثمن الاختيار لا يعتبر عقدًا ؛ لأنه يفتقد محل العقد شرعًا كما أن العوض الذي يدفع مقابل الاختيار هو في الحقيقة شراء التزام في الذمة ، والالتزام حق ، والحق لا يقبل المعاوضة ، وبالتالي يعتبر أكلًا للمال بالباطل ؛ لأنه لم يدفع لتحقيق أو توثيق الشراء ؛ بل هو ثمن للاختيار ولذا لم يعتبر جزءًا من ثمن البيع [(١)] .

٤ - الإيجاب والقبول في عقود الاختيار يتم على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد مما ينافي مقصود العقد والذي هو مقصود الشارع .

يقول ابن القيم : « لقد تظاهرت أدلة الشرع على أن القُصُودَ في العقود معتبرة ، وأنها تؤثر في صحة العقد وفساده ، وفي حله وحرمته ؛ بل وأبلغ من ذلك أنها تؤثر في الفعل الذي ليس بعقد النية والقصد ؛ فالحيوان يحل إذا ذبح لأجل الأكل ويحرم إذا ذبح لغير الله ... والنبي ﷺ قال كلمتين كفتا وشفتا وتحتهما كنوز العلم « إنما الأعمال بالنيات ، ولكل امرئ ما نوى » فبين في الجملة الأولى أن العمل لا يقع إلا بالنية ، ثم بين في الجملة الثانية أن العامل ليس له من عمله إلا ما نواه ، وهذا يعم العبادات والمعاملات والأيمان والنذور وسائر العقود والأفعال ، فمن نوى بالبيع عقد الربا ؛ حصل له الربا ، ولا يعصمه من ذلك صورة البيع ، ومن نوى بعقد النكاح التحليل ؛ كان محللًا ، ولا تخرجه من ذلك صورة عقد النكاح » [(٢)] .

٥ - عقود الاختيار تنطوي على الصورية حيث إنه غالبًا لا يجري تنفيذها ، وبالتالي لا يترتب عليها تمليك ولا تملك ، فلا المشترى يمتلك المبيع ، ولا البائع يمتلك الثمن .

ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعًا لإفادة التمليك فإن كانت غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى ، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل فالبيع في الفقه

---

(١) د . عطية فياض ، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٣٨١ .

(٢) ابن القيم الجوزية : إعلام الموقعين عن رب العالمين ، مرجع سابق : ج ٣ ط٣ ص١٠٩ - ١١١ .

الإسلامي تمليك وتملك على سبيل التأبيد [١] .

٦ - عقود الاختيار تتعارض مع قاعدة العدل التي تمثل الأصل في العقود [٢] والتي أمر بها الله تعالى في قوله تعالى : ﴿ إِنَّ ٱللَّهَ يَأْمُرُ بِٱلْعَدْلِ ﴾ [٣] . حيث إنه في هذا النوع من العقود تتعارض مصلحة المتعاقدين تعارضًا بينًا ، فما كان مظنة منفعة لأحد الأطراف يمثل ضررًا للطرف الآخر ، فأرباح مشترى حق الاختيار تمثل خسارة لمحرر الاختيار ، والإسلام لا يرضى بهذا فمن قواعده الكلية ( لا ضرر ولا ضرار ) .

**ونخلص من كل هذا** : أن عقود الاختيار ما هي إلا مضيعة للوقت ؛ لكونها مقامرة على وقائع مغيبة يخسر فيها طرف ويكسب فيها آخر ، ولا يحدث فيها تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن ، وإنما تسوية عند التصفية لفروق يدفعها الخاسرون ويربحها الرابحون عن طريق لجنة التسوية بالبورصة ، ومن هنا فقد أوجب الإسلام حرمتها .

هذا ومن الجدير بالذكر أنه بالاطلاع على القوائم المالية المنشورة لبعض صناديق الاستثمار في مصر ؛ وجد ضمن الاستخدامات في قائمة المركز المالي ودائع بنكية بعوائد يستثمر الصندوق جزءًا ليس بالقليل من أمواله فيها [٤] .

وهذا يخالف ما ورد بقانون سوق رأس المال المصري ولائحته التنفيذية من كون هدف الصندوق الرئيسي هو الاستثمار في الأوراق المالية فضلًا عن عدم جواز ذلك

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : ابن تيمية : الفتاوى الكبرى ، دار الغد العربي القاهرة الطبعة الثالثة ١٩٩٩١م : ج٣ ص٣٤٤ - ٣٤٥ الإمام محمد أبو زهرة ، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ص ٢٣٧ - ٢٧٧ ، ٢٨٣ . د . محمد مصطفى شلبي ، المدخل في التعريف بالفقه الإسلامي وقواعد الملكية والعقود فيه ، دار النهضة العربية للطباعة والنشر بيروت ١٤٠١هـ = ١٩٨١م ص٤٨٠ - ٤٨٢ .

(٢) انظر : ابن القيم الجوزية ، أعلام الموقعين عن رب العالمين ، مرجع سابق ج٢ ص ٧ .

(٣) سورة النحل : ٩٠ .

(٤) على سبيل المثال : ورد في قائمة المركز المالي في ١٩٩٨/١٢/٣١م لصندوق استثمار بنك مصر إيران للتنمية تحت بند ( ودائع لأجل ) مبلغ ٤١,٥ مليون جنيه مصري بنسبة ٤٢,٥٪ من جملة استخدامات الصندوق البالغة ٩٧,٦ مليون جنيه مصري ، كما ورد بقائمة المركز المالي لكل من صندوقي بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول والثاني تحت بند ( نقدية وودائع بالبنوك ) مبلغ ٢٢,٤ مليون جنيه مصري في الصندوق الأول بنسبة ٢٩,٥٪ من جملة استخدامات الصندوق البالغة ٧٥,٩ مليون جنيه مصري × مبلغ ٤٢,٨ مليون جنيه مصري في الصندوق الثاني بنسبة ٤٢,٩٪ من جملة استخدامات الصندوق البالغة ٩٩,٧ مليون جنيه مصري . ( انظر : صندوق استثمار بنك مصر إيران للتنمية صندوقي الشركة المصرفية العربية الدولية الأول والثاني « تقارير غير منشورة » ) .

شرعًا . فقد جاء في فتوى دار الإفتاء المصرية ما يلي :

« لما كان إيداع الأموال في البنوك أو إقراضها أو الاقتراض منها بأي صورة من الصور مقابل فائدة محددة زمنًا ومقدارًا يعتبر قرضًا بفائدة ، وكل قرض بفائدة مقدمًا حرام ؛ حيث تدخل هذه الفوائد في نطاق ربا الزيادة المحرم شرعًا بمقتضى النصوص الشرعية » (١) .

فالإيداع المصرفي في واقعه المعاصر بما يستتبعه من فوائد ربوية هو صورة من صور الإقراض لا ريب في ذلك ؛ لأن المصرف يتملك المال المودع لديه وينفقه في مصالحه ملتزمًا برد مثله عند الاقتضاء ؛ وهذه هي حقيقة القرض . أما ما يشوب هذه العملية من فوائد ربوية : فإنه لا يخرجها عن كونها إقراضًا ، وإنما ينفي عنها صفة المشروعية التي أجمع عليها المسلمون بالنسبة للقرض الحسن ، ويخرج أصحابها من نطاق المحسنين المفلحين إلى نطاق الآثمين الخاسرين ، بالإضافة إلى أن إيداع الأموال لدى المصارف الربوية إعانة لها على معصية الله ﷻ ، ودعم لأنشطتها الربوية المحرمة ، فهو كبيع العنب لمن يعصره خمرًا ، أو السلاح لمن يقتل به معصومًا (٢) .

**ونخلص مما تقدم جميعه** : أن أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية والتي تستثمر صناديق الاستثمار أموالها فيها : منها ما هو إسلامي ، ومنها ما هو غير إسلامي ، والفرق بين هذا وذاك : أن الأوراق المالية الإسلامية تختلف عن غيرها في التزامها بضوابط شرعية من أهمها :

١ - أن يكون النشاط الذي تعبر عنه الورقة المالية حلالًا ؛ فلا يجوز التعامل في شركات الخمور والميسر والميتة والإقراض الربوي ... إلخ .

٢ - أن يكون تمويل الشركة المصدرة للأوراق المالية قائم على رأس المال المدفوع

---

(١) دار الإفتاء المصرية فتوى د . محمد سيد طنطاوي مفتي جمهورية مصر العربية ، القاهرة سجل ١٢٤/٤١ بتاريخ ١٤ رجب ١٤٠٩هـ ٢٠ فبراير ١٩٨٩م هذا ومن الجدير بالذكر أن د . سيد طنطاوي تراجع عن هذه الفتوى عام ١٩٩٢م وأحلَّ فوائد البنوك بخلاف ما أجمع عليه الفقهاء ( لمزيد من التفاصيل : انظر د . محمد سيد طنطاوي ، الحلال والحرام في تعاملات البنوك ، ملحق مجلة الأهرام الاقتصادي القاهرة ٢٣ مارس ١٩٩٢م . د . يوسف القرضاوي فوائد البنوك هي الربا المحرم ، بنك فيصل الإسلامي المصري القاهرة الطبعة الثانية ١٤١١هـ/ ١٩٩١م د . علي السالوس ، أجرؤكم على الفتوى أجرؤكم على النار ، دار الاعتصام القاهرة بدون تاريخ نشر ) .

(٢) انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٤٤١ - ٤٤٤ .

على أساس المشاركة .

٣ – أن يكون عائد الورقة ربحًا على أساس الغنم بالغرم وليس على أساس الربا .

**ب – الاستثمار في مجالات أخرى** : إذا كان الأصل في استخدامات الأموال في صناديق الاستثمار المنشئة وفقًا لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م هو استثمارها في الأوراق المالية ، فإن القانون ذاته فتح المجال أمام صناديق الاستثمار للتعامل في القيم المنقولة الأخرى أو غيرها من مجالات الاستثمار بعد الحصول على ترخيص من هيئة مجلس إدارة سوق المال بذلك وفي حدود نسبة الاستثمار التي تقررها على أن يقدم الصندوق دراسة تتضمن بيانًا عن مجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات الأخرى التي يرغب الاستثمار فيها ومبررات ذلك ونتائج الاستثمار المتوقعة .

**وبناءً على ذلك : فإن صناديق الاستثمار يمكنها استثمار أموالها استثمارًا مباشرًا بالمتاجرة في السلع والخدمات من خلال أشكال وأساليب الاستثمار المختلفة ، ومن أهمها :**

**أولًا – الاتجار المباشر** : وفيه يقوم صندوق الاستثمار بالشراء والبيع مباشرة ؛ بهدف تقليب المال وتحريكه في عملية التجارة للحصول على ربح حلال من الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع .

ومشروعية الاتجار المباشر تدخل في عموم مشروعية البيع عمومًا والبيع مشروع بالكتاب ، والسنة ، والإجماع ، والمعقول :

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ ﴾ (١) .

**ومن السنة** : ما رواه أبي سعيد الخدري ﷺ عن النبي ﷺ أنه قال : « التَّاجِرُ الصَّدُوقُ الأَمِينُ مَعَ النَّبِيِّينَ وَالصِّدِّيقِينَ وَالشُّهَدَاءِ » (٢) .

**وأما الإجماع** : فقد أجمعت الأمة على جواز البيع والتعامل به من عهد رسول الله ﷺ إلى يومنا هذا (٣) .

**وأما المعقول** : فإن لكل فرد من أفراد النوع الإنساني ضرورات من الغذاء والكساء وغيرها مما لا غنى للإنسان عنه ما دام حيًا ، وهو لا يستطيع وحده أن يوفرها لنفسه ؛

---

(١) سورة البقرة : ٢٧٥ .

(٢) ابن سورة الترمذي سنن الترمذي ، مرجع سابق ج٣ ص٥٠٦ وقال : هذا حديث حسن صحيح .

(٣) انظر : مباحث المعاملات في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٧٩ . سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ج٣ ص١٢٧ .

لأنه مضطر إلى جلبها من غيره وليس ثمة طريقة أكمل من المبادلة فيعطى ما عنده مما يمكنه الاستغناء عنه بدل ما يأخذه من غيره مما هو في حاجة إليه (١) .

**وأركان الاتجار المباشر ثلاثة** (٢) :

١ – **عاقدان** : وينبغي أن يتوافر فيهما أهلية التعاقد .

٢ – **معقود عليه** : ممثلًا في الثمن والمثمن ، ويشترط فيه أن يكون مالًا منتفعًا به متقوَّمًا أي مباحًا شرعًا ، وأن يكون موجودًا لحين الانتهاء من العقد ، ومقدورًا على تسليمه ، ومعلومًا للعاقدين عينًا وقدرًا وصفة ، فضلًا عن وجود ولاية شرعية للعاقد على المعقود عليه بملك أو وكالة أو وصاية .

٣ – **الصيغة** : وتتمثل في الإيجاب والقبول الذي يوفر التراضي .

**ثانيًا : المرابحة** (٣) : المرابحة في اصطلاح الفقهاء : هي بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم (٤) .

ففيها يتم الاتفاق على التبايع بالثمن المعتبر أنه رأس المال أي بسعر التكلفة زائدًا الربح بنسبة معينة من رأس المال أو مبلغًا محددًا أو مجموع الأمرين معًا .

والمرابحة جائزة شرعًا بالكتاب والإجماع والمعقول ، كما يرى جمهور الفقهاء :

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ ﴾ (٥) . حيث إن المرابحة تدخل في عموم البيع والبيع جائز في الجملة ، فكذلك المرابحة .

**وأما الإجماع** : فقد تعامل الناس بالمرابحة في مختلف الأعصار والأمصار بغير نكير

---

(١) المرجع السابق نفس الموضع .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ج٣ ص١٢٧ – ١٣٩ . مباحث المعاملات في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٨٣ – ١١١ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ١٩٧ – ٢٩٣ . سيد سابق ، فقه السنة مرجع سابق ج٣ ص١٤٩ . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق ج٢ ص٢٥٦ – ٢٥٩ . د . الغريب ناصر ، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل ، مرجع سابق ص١٦٩ – ١٧٠ . د . الصديق الضرير ، أشكال وأساليب الاستثمار في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٨ – ١٠ .

(٤) د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ١٩٨ .

(٥) سورة البقرة : ٢٧٥ .

ومثل ذلك حجة (١) .

**وأما المعقول** : فالحاجة ماسة إلى هذا النوع من البيع ؛ لأن الغني الذي لا يهتدى في التجارة يحتاج إلى أن يعتمد على عقل الذكي المهتدي وتطييب نفسه بمثل ما اشترى ؛ فالقول في المرابحة هو القول في البيع ؛ لأنها لا تعدوا أن تكون صورة من صوره فضلًا عن استجماعها لشرائط الجواز وجريانها علي قواعد صحة البيع من العلم بالثمن وغير ذلك (٢) .

ويرى ابن حزم رَحِمَهُ اللَّهُ حرمة المرابحة وبطلان العقد بها ، وحجته في ذلك بأن اشتراط ربح معين شرط ليس في كتاب اللّه ، وبأنه بيع بثمن مجهول إلا أنه قال بجوازه لمن كان في بلد لا ابتياع فيه إلا هكذا على أن يبين ثمن شرائه أو قيامه عليه ويقول : لا أبيعه على شرائي تريد أخذه منى بيعًا بكذا وكذا وإلا فدع (٣) .

والقول بجواز المرابحة أولى ؛ لأنه الأصل فلا يعدل عنه إلا لدليل راجح كما أنه لا يوجد فرق واضح بين الصورة التي أجازها ابن حزم وبين الصورة التي منعها (٤) .

فبيع المرابحة نوع من البيع الجائز بلا خلاف غير أن بيع المساومة أولى منه ، يقول ابن رشد : البيع على المكايسة والمماكسة أحب إلى أهل العلم وأحسن عندهم . وذلك لأن بيع المرابحة ، كما يقول الإمام أحمد : تعتريه أمانة واسترسال من المشتري ويحتاج إلى تبيين الحال على وجهه ولا يؤمن من هوى النفس في نوع تأويل أو غلط فيكون على خطر وغرر وتجنب ذلك أسلم وأولى (٥) .

ويشترط في بيع المرابحة ما يشترط في البيع بصفة عامة ويختص بشروط خاصة تتمثل في : علم المتبايعين برأس المال والربح ، وأن يكون العقد الأول صحيحًا ، وأن يكون رأس المال من ذوات الأمثال كالمكيلات والموزونات ، وألا يكون الثمن في العقد

---

(١) انظر : عبد الرحمن الجزيري ، كتاب الفقه على المذاهب الأربعة ، دار الفكر ودار الكتب العلمية بيروت ١٤٠٦هـ ١٩٨٦م ، ص٢٧٨ - ٢٨٢ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ٢٠٠ .

(٢) المرجع السابق ص٢٠١ .

(٣) انظر : ابن حزم ، المحلي ، مرجع سابق ج٩ ص١٤ - ١٥ .

(٤) انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ٢٠٣ .

(٥) انظر : د . الصديق الضرير ، أشكال وأساليب الاستثمار في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٨ . وبيع المساومة يكون عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري من غير نظر إلى رأس المال الذي قامت به السلعة على البائع .

الأول مقابلًا بجنسه من أموال الربا ، وذلك لأن المرابحة بيع بالثمن الأول وزيادة ، والزيادة في أموال الربا تكون ربًا لا ربحًا .

**ثالثًا : البيع الآجل** : البيع الآجل أو البيع بالتقسيط هو بيع الشيء بأكثر من سعر الحاضر أي الدفع نقدًا لأجل النَّساء [(١)] .

والبيع الآجل قد يكون بالسعر الذي تباع به السلعة نقدًا وهذا لا خلاف في جوازه ، وقد يكون بسعر أكثر من الثمن الحالي ، وفي هذا اختلاف بين الفقهاء .

فإذا زاد البائع في الثمن من أجل التأجيل فمن الفقهاء من حرم هذا النوع من البيع مستندًا إلى أنه زيادة في المال مقابل الزمن ، فأشبه الربا ، وأجازه جمهور من العلماء ؛ لأن الأصل الإباحة ولم يرد نص بتحريم . وليس مشابهًا للربا من جميع الوجوه ، وللبائع أن يزيد في الثمن لاعتبارات يراها ما لم تصل إلى حد الاستغلال الفاحش والظلم البين ، وإلا صارت حرامًا [(٢)] .

وقد روى أحمد عن عبد اللّه بن عمرو بن العاص ﵄ قال : أمرني رسول اللّه ﷺ أن أبعث جيشًا على إبل كانت عندي قال : فحملت الناس عليها حتى نفذت الإبل وبقيت بقية من الناس لاظهر لهم ، فقال لي : « ابتع علينا إبلًا بقلائص من إبل الصدقة إلى محلها حتى تنفذ هذا البعث » قال : فكنت ابتاع البعير بالقلوصين والثلاث من إبل الصدقة إلى محلها حتى نفذت ذلك البعث ، فلما حلت الصدقة أداها رسول اللّه ﷺ [(٣)] .

وهذا حجة في الزيادة مع الأجل [(٤)] وإن كان فيه استثناء من قاعدة ربا البيوع كالسلم [(٥)] .

قال الشوكاني : « قالت الشافعية والحنفية وزيد بن علي والمؤيد باللّه والجمهور : يجوز لعموم الأدلة القاضية بجوازه وهو الظاهر » [(٦)] .

ورأي الجمهور أرجح ؛ لأن هذا بيع عن تراضٍ فيدخل في عموم قوله تعالى : ﴿ وَأَحَلَّ ٱللَّهُ ٱلْبَيْعَ وَحَرَّمَ ٱلرِّبَوٰاْ ﴾ [(٧)] . وقوله تعالى : ﴿ يَـٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُواْ لَا

---

(١) يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ص٢٦٩ .

(٢) انظر : أحمد بن حنبل ، المسند ، مرجع سابق ج٢ ص٦٧٥ .

(٣) يوسف كمال محمد ، المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج ، مرجع سابق ص٢٥٢ .

(٤) المرجع السابق نفس الموضع .

(٥) انظر ابن تيمية ، مجموعة رسائل ابن تيمية مكتبة أنس بن مالك القاهرة ج٢ ص٢٥٤ .

(٦) الشوكاني ، نيل الأوطار ، مرجع سابق ج٥ ص١٥٣ .

(٧) سورة البقرة : ٢٧٥ .

تَأْكُلُوٓاْ أَمْوَٰلَكُم بَيْنَكُم بِٱلْبَٰطِلِ إِلَّآ أَن تَكُونَ تِجَٰرَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ ﴾ (١) .

**رابعًا : السلم** (٢) : السَّلم في اصطلاح الفقهاء : يعني بيع شيء موصوف في الذمة بثمن معجل (٣) . ففيه يتم التعاقد على شراء أو بيع سلع أو منتجات تسلم مستقبلًا وذلك على أساس الدفع المعجل للثمن بحسب الشروط الشرعية التي تشترط أن يكون المبيع معينًا في مقداره وأوصافه .

واستدل الجمهور على مشروعية السلم بالكتاب ، والسنة ، والإجماع ، والمعقول : -

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓاْ إِذَا تَدَايَنتُم بِدَيْنٍ إِلَىٰٓ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَٱكْتُبُوهُ ﴾ .

قال ابن عباس ﷺ أشهد أن السلف المضمون إلى أجل مسمى قد أحله اللّٰه في كتابه وأذن فيه قال تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓاْ إِذَا تَدَايَنتُم بِدَيْنٍ إِلَىٰٓ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَٱكْتُبُوهُ ﴾ (٤) (٥) .

**ومن السنة** : ما رُوي عن ابن عباس ﷺ أنه قال : قدم النبي ﷺ المدينة وهم يسلفون بالتمر السنتين والثلاث ، فقال ﷺ : « مَنْ أَسْلَفَ فِي شَيْءٍ ؛ فَفِي كَيْلٍ مَعْلُومٍ ، وَوَزْنٍ مَعْلُومٍ ، إِلَى أَجَلٍ مَعْلُومٍ » (٦) .

**وأما الإجماع** : فهو ظاهر من قول ابن المنذر : « أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السَّلم جائز » (٧) .

**وأما المعقول** : فلأن المثمن في البيع هو أحد عوضي العقد فجاز أن يثبت في الذمة

---

(١) سورة النساء : ٢٩ وانظر : د . الصديق الضرير ، أشكال وأساليب الاستثمار في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص١٠ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : الشوكاني ، نيل الأوطار : ج٢ ص٢٢٦ - ٢٢٩ . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق : ج٢ ص٢٤٠ - ٢٤٩ . سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ج٣ ص١٧١ - ١٧٤ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ٢٤٣ - ٣٠٦ . يوسف محمد كمال ، فقه الاقتصاد النقدي ، مرجع سابق ص٢٦٥ - ٢٧٢ ، مباحث المعاملات في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص١٨٥ - ٢٠٤ .

(٣) سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ج٣ ص١٧١ .

(٤) سورة البقرة : ٢٨٢ .

(٥) انظر : ابن كثير تفسير القرآن العظيم ، مرجع سابق ج١ ص٣٣٤ سورة البقرة/٢٨٢ .

(٦) العسقلاني ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، مرجع سابق ج٤ ص٥٠١ .

(٧) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٤ ص٣٠٤ .

كالثمن ولأن بالناس حاجة إلى هذا العقد أحيانًا ؛ لأن أرباب الزروع والثمار والتجارات يحتاجون إلى النفقة على أنفسهم وعليها لتكمل ، وقد تعوزهم النفقة ؛ فجوز لهم السلم ليرتفقوا ويرتفق المسلم أي لينتفع طرفي العقد جميعًا كل حسب حاجته وقصده (١) .

**وأركان السلم ثلاثة** : عاقدان وهما : ربُّ السلم والمسلم إليه .

ومعقود عليه ويشمل : رأس مال السلم والمسلم فيه والصيغة .

**ويشترط في العاقدين** : ما يشترط في البيع من أهلية التعاقد .

**ويشترط في رأس المال المسلم** : أن يكون معلوم الجنس والمقدار وأن يسلم في المجلس ولا يشترط العلم برأس المال قدرًا أو صفة إذا كان مشاهدًا مشارًا إليه .

**ويشترط في المسلم فيه** : أن يكون معلوم القدر والأجل ، وأن يكون دينًا في الذمة ، وأن يكون منضبط الصفة ومقدورًا على تسليمه ، وألا يكون مما يجري بينه وبين رأس المال ربا الفضل أو ربا النَّساء .

ولا يشترط تعيين محل الإيفاء بالمسلم فيه إذا تم العقد بموضع لا يمكن الوفاء فيه (٢) .

**أما الصيغة** : فإن السَّلم ينعقد بكل ما يدل عليه من الألفاظ .

**خامسًا : الاستصناع** : وهو شراء ما يصنع وفقًا للطلب ، وهو معروف قبل الإسلام ، وقد أجمعت الأمة على مشروعيته ، وركنه الإيجاب والقبول ، وهو جائز في كل ما جرى التعامل باستصناعه .

**وحكمه** : إفادة الملك في الثمن والمبيع .

**وشروط صحته** : تتمثل في بيان جنس المستصنع ونوعه وصفته وقدره بيانًا تنتفي معه الجهالة ويرتفع النزاع (٣) .

**سادسًا : الإجارة (٤)** : الإجارة أو التأجير في اصطلاح الفقهاء : عقد على منفعة

---

(١) مباحث المعاملات في الفقه الإسلامي مرجع سابق ص١٨٧ .

(٢) انظر : ابن قدامة المغني مرجع سابق ص٣٣٩ - ٣٤٠ د . محمد صلاح الصاوي مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام مرجع سابق ص ٢٦٧ - ٢٦٩ .

(٣) انظر : سيد سابق فقه السنة مرجع سابق ج٢ ص١٥١ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : ابن قدامةالمغني مرجع سابق ج٥ ص٤٣٢ - ٤٣٣ ابن رشد بداية المجتهد ونهاية المقتصد مرجع سابق ج٢ ص٢٦٤ - ٢٦٥ سيد سابق فقه السنة مرجع سابق ج٣ ص١٨٩ - ٢٠١ مباحث المعاملات في الفقه الإسلامي مرجع سابق ص٢٥٦ - ٢٥٩ د . فخر الدين علي الفقي وآخرون دليلك للاستثمار في صناديق الاستثمار مرجع سابق ص٦٤ - ٦٥ .

مقصودة معلومة قابلة للبدل والإباحة بعوض معلوم . وهي جائزة شرعًا ، ودليل مشروعيتها الكتاب والسنة والإجماع والمعقول :

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَآتُوهُنَّ أُجُورَهُنَّ ﴾ (١) .

وقوله تعالى : ﴿ قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ ۝ قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أُنكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَىٰ أَن تَأْجُرَنِي ثَمَانِيَ حِجَجٍ فَإِنْ أَتْمَمْتَ عَشْرًا فَمِنْ عِندِكَ ﴾ (٢) .

**ومن السنة** : ما رواه البخاري عن عائشة رضي الله عنها قالت : « استأجر رسول الله ﷺ وأبو بكر رجلًا من بني الديل هاديًا خريتًا » (٣) .

**أما الإجماع** : فهو ظاهر من قول ابن قدامة : « وأجمع أهل العلم في كل عصر وكل مَصْرٍ على جواز الإجارة » (٤) .

**وأما المعقول** : فهو ظاهر من كون الناس محتاجون للإجارة ؛ فهم يحتاجون إلى الدور للسكنى ، ويحتاج بعضهم لخدمة بعض ، ويحتاجون إلى الدواب للركوب والحمل ، ويحتاجون إلى الأرض للزراعة ، وإلى الآلات لاستعمالها في حوائجهم المعاشية (٥) .

**وأركان الإجارة عند جمهور الفقهاء أربعة** : عاقدين ، ومعقود عليه ، وأجرة ، وصيغة .

**ويشترط في العاقدين** : أهلية التصرف .

**ويشترط في المعقود عليه وهو المنفعة** : كونها ذات قيمة مقصودة ومقدور عليها حسًا وشرعًا فضلًا عن كونها معلومة عينًا وقدرًا وصفة .

**ويشترط في الأجرة** : أن تكون معلومة جنسًا وقدرًا وصفة .

**ويشترط في الصيغة** : أن تحقق الإيجاب والقبول بين المتعاقدين بكل ما يدل علي الإجارة من قول أو فعل .

وعن طريق الإجارة تقوم صناديق الاستثمار باستثمار أموالها في شراء أصول مثل : العقارات والطائرات والسيارات ، وكذلك المعدات الصناعية ، ثم تقوم بتأجير هذه الأصول مع بقاء ملكيتها في يد الصندوق بهدف تحقيق عوائد ربحية مناسبة .

---

(١) سورة الطلاق : ٦ . (٢) سورة القصص : ٢٦ - ٢٧ .

(٣) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق ج٥ ص٤٣٣ .

(٤) سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق ج٣ ص١٩٩ - ٢٠٠ .

(٥) العسقلاني ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، مرجع سابق ج٤ ص١٥٨ ، والخريت هو الماهر بالهداية .

**سابعًا : المشروعات** : وهي تشمل أي مشروع يمكن لصناديق الاستثمار أن تتبناه لدراسته وتسويقه وتمويله ، أو بيعه حصص مجزأة على شكل صناديق أو أسهم حقوق ملكية ، وذلك بأي صورة معتبرة شرعًا وقانونًا .

ويدخل في هذا : استثمار الصندوق أمواله في الشركات التي تحتاج إلى إعادة هياكلها المالية والتشغيلية ، وكذلك في الشركات التي يسعى للسيطرة عليها من خلال تملك معظم أسهمها .

ويتسم الاستثمار في المشروعات بارتفاع درجة المخاطر مع احتمالية تحقيق عائد كبير وهو الأمر الذي يحتاج غالبًا إلى استثمار طويل الأمد قبل أن يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح رأسمالية ، أو تحقيق تدفق منتظم من الدخل ، أو تحقيق الأمرين معًا .

كما أن هذه النوعية من الاستثمارات تعتبر من أكثر أنواع الاستثمار فاعلية في زيادة النشاط الاقتصادي وإتاحة فرص العمل والنمو . وكل هذا يتفق مع أسس الاستثمار في الفقه الإسلامي القائم على أساس الغُنم بالغُرم .

وقد سمح القانون المصري بالاستثمار في المشروعات من خلال إضافة نشاط صناديق الاستثمار المباشر بالقرار الوزاري رقم ٣٥ لسنة ١٩٩٦م إلى مجالات أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة ( ٢٧ ) من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م طبقًا للشروط التالية (١) :

١ - لا يقل رأس مال الصندوق عن عشرة ملايين جنيه في صورة مبالغ نقدية مدفوعة بالكامل .

٢ - لا يجوز طرح أسهم الصندوق أو تلقي أموال المستثمرين عن طريق الاكتتاب العام .

٣ - يتم توزيع الأرباح بين مالكي أسهم الشركة وحاملي وثائق الاستثمار وفقًا للقواعد التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال .

٤ - يجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه .

٥ - لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة على ( ٢٥٪ ) من أموال الصندوق ، فيما لم يرد به تنظيم أو قواعد خاصة تضعها الهيئة العامة لسوق المال تسري الأحكام المنصوص عليها في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته

---

(١) موسوعة أخبار اليوم الاقتصادية ، مجلد سوق المال القاهرة دار أخبار اليوم ١٩٩٨م ( ١٥/٨٠/٣٢٨٠ ) .

التنفيذية المقررة لصناديق الاستثمار .

هذا ولا تسري نسب ومجالات الاستثمار الواردة بالمادة ( ١٦٢ ) من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على صناديق الاستثمار المباشر .

ومن الجدير بالذكر أن صناديق الاستثمار الإسلامية كان لها السبق في التعامل في مجال الاستثمار في المشروعات ، فضلًا عن الاتجار المباشر والمرابحة والإجارة سواء عن طريق صناديق متخصصة أو متنوعة تحمل في طياتها نوع أو أكثر من مجالات الاستثمار هذه ، وهذا ظاهر من خلال تعرضنا لمجالات الاستثمار في شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية (١) ، وصندوق البنك الإسلامي للتنمية لحصص الاستثمار (٢) .

**ونخلص مما تقدم جميعه** : أن استثمار صناديق الاستثمار لأموالها في مجال الأوراق المالية أو غيرها من مجالات الاستثمار الأخرى هو أمر جائز شرعًا طالما تلتزم هذه الصناديق بالضوابط الشرعية في استثماراتها والتي من أهمها : ألَّا تستثمر أموالها في شركات تتعامل بالحرام بيعًا أو شراءً أو بالفائدة أخذًا أو عطاءً .

## خامسًا : التكييف الشرعي لتداول وثائق الاستثمار في صناديق الاستثمار

أتاح قانون سوق المال المصري رقم ٩٥لسنة ١٩٩٢م لصناديق استثمار الشركات المساهمة تداول وثائقها في بورصة الأوراق المالية ، ولا يوجد في قواعد الشريعة ما يمنع من تداول هذه الوثائق (٣) حيث تمثل هذه الوثائق حصة شائعة في موجودات الصندوق وتعتبر حيازتها وقبضها حيازة للحصة الشائعة نفسها ، فيحق لحاملها التصرف فيها بالبيع والهبة وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعًا للمالك ، فالشريعة الإسلامية تجيز التصرف في الحصة الشائعة ، كما تجيز التصرف في مجموع المال (٤) .

**وقد جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص بالنسبة لسندات المقارضة ما يلي :**

« الصورة المقبولة شرعًا لسندات المقارضة بوجه عام لابد أن تتوفر فيها العناصر التالية :

---

(١) راجع المبحث الثالث من الفصل الثالث .

(٢) راجع المبحث الرابع من الفصل الثالث .

(٣) د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ج٢ ص٢١٦ .

(٤) عز الدين محمد خوجة صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٣٩ .

العنصر الأول : أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته وترتب عليه جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها ، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة » (١) .

ويحق تداول وثائق الاستثمار ببيعها بالقيمة التي يتفق عليها بالتراضي بين العاقدين سواء كانت بالقيمة السوقية أو أكثر أو أقل من ذلك؛ لأنه من قبيل بيع حصة شائعة في موجودات الصندوق بالتراضي ، وقد أقر ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي حيث جاء فيه :

« يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية ، وذلك وفقًا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة المتعاقدين » (٢) .

ويخضع تداول وثائق الاستثمار لمجموعة من الضوابط وفقًا لطبيعة موجودات صندوق الاستثمار والتي تحتوى أحيانًا على خليط من نقود وديون وأعيان ومنافع ، أو بعض هذه المكونات منفردة ؛ حيث تختلف أحكام التصرف في هذه الوثائق وفقًا لنوعية تلك الموجودات كما يلي :

## ١ - إذا كانت أكثر موجودات الصندوق نقودًا :

**تكون موجودات الصندوق غالبًا نقودًا في عدة حالات :**

أ – عند بداية طرح وثائق استثمار الصندوق للاكتتاب حتى غلق باب الاكتتاب وتسلم الصندوق للأموال المكتتب فيها ، أي أثناء فترة الاكتتاب .

ب – عند بداية تشغيل الصندوق إذا لم يتم استثمار الأموال وتحويلها إلى عمليات استثمارية ( أصول ومنافع ) .

حـ – عند نهاية مدة الصندوق ، أي قبل تاريخ تصفية الصندوق .

وفي هذه الحالات التي تكون فيها موجودات الصندوق نقودًا ، سواء أثناء فترة الاكتتاب أو بعدها ؛ فإنه لا يجوز تداول الأوراق المالية بالبيع والشراء إلا وفقًا لأحكام الشريعة الخاصة بمبادلة نقد بنقد ؛ فإنه ليس للمشارك في الصندوق في هذه المرحلة أن

(١) الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢١٦٢ .

(٢) المرجع السابق ص ٢١٦٣ .

يطالب الصندوق بأي ربح إذا رغب في بيع وثائق الاستثمار التي في حوزته ، ولا يجوز أن تباع إلا بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقص [1] ، ويعتبر هذا البيع إقالة أو فسخًا للاكتتاب وليس عقدًا جديدًا .

## ٢ - إذا كانت أكثر موجودات الصندوق ديونًا :

تكون موجودات الصندوق ديونًا إذا توجه باستثماراته إلى عمليات البيع الآجل ؛ سواء بيع المساومة ، أو المرابحة ، أو في عمليات بيع السلم .

فالصندوق حينما يشتري بضائع وأصول ثم يبيعها بالأجل يجعل مكوناته ديونًا في ذمة المتعامل معه كما أن قيام الصندوق بدفع رأس ماله في بيع السلم يجعل مكوناته - أيضًا - ديونًا ؛ لأن المسلم فيه قبل قبضه يعتبر دينًا في ذمة البائع .

وفي هذه الحالة تمثل الأوراق المالية ديونًا ويجوز تداولها وفقًا لرأي المالكية بشروط خاصة نجملها فيما يلي [2] :

أ - أن يعجل المشتري للمدين الثمن حتى لا يكون من باب بيع الكالئ بالكالئ .

ب - أن يكون المدين حاضرًا في بلد المشتري للدين حتى يعلم المشتري للدين حال المدين من فقر أو غنى .

جـ - أن يكون المدين مقرًا بالدين ، فإذا كان منكرًا له ؛ فلا يجوز بيع دينه ، ولو كان ثابتًا بالبينة حسمًا للنزاعات .

د - أن يباع الدين بغير جنسه ، أو بجنسه بشرط أن يكون مساويًا له .

هـ - ألا يكون الدين نقدًا والثمن نقدًا ، وإن اختلف نوع النقود لاشتراط التقابض في صحة بيعها .

و - أن يكون الدين مما يجوز بيعه قبل قبضه احترازًا مما لو كان طعامًا ؛ إذ لا يجوز بيعه قبل قبضه .

---

(١) عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٤٤ .

(٢) انظر : الدسوقي حاشية الدسوقي ، على الشرح الكبير ، مرجع سابق ج٣ ص٦٣ . الموسوعة الفقهية ، مرجع سابق ج٢١ ص٣٢ . د . حسين حامد حسان ، قابلية تداول أسهم الشركات والمؤسسات المالية ورقة عمل مقدمة إلى المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة في ندوة الصناعة المالية الإسلامية بالإسكندرية رجب ١٤٢١هـ/ أكتوبر ٢٠٠٠م ص٢٤ - ٣٢ .

ز - ألا يكون بين المشتري والمدين عداوة ، أو يقصد المشتري إعنات المدين والإضرار به .

فإن وجدت تلك الشروط ؛ جاز بيع الدين وإن تخلف شرط منها منع البيع .

### ٣ - إذا كانت موجودات الصندوق أعيانًا أو منافع :

تكون موجودات الصندوق أعيانًا أو منافع بعد تشغيل الصندوق وتحويل حصيلة الاكتتاب إلى عمليات استثمارية ؛ وذلك كأن يشتري الصندوق آلات ومعدات وأصولًا مختلفة لتأجيرها ، أو أن يشتري أراضي لاستصلاحها أو البناء عليها وتأجيرها .

وسواء كانت موجودات الصندوق أعيانًا فقط ، أو منافع فقط ، أو أعيانًا ومنافع معًا ؛ فإن وثائق الاستثمار تمثل حصة في أعيان مالية ، ويجوز بالتالي تداولها دون أي قيد أو شرط [١] .

### ٤ - إذا كانت موجودات الصندوق خليطًا من : النقود والديون والأعيان والمنافع :

وفي هذه الحالة تمثل وثائق الاستثمار حصة شائعة في موجودات الصندوق التي تتكون من خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع .

والتوجه العام هنا : أن تعامل هذه الوثائق مثل معاملة الأسهم في الشركات بحيث يمكن تداولها بالبيع والشراء بتراضي الطرفين ، وبالقيمة التي يتفق عليها سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية المعلنة ؛ وذلك تبعًا للنتائج التي يحققها الصندوق ، ولكن هذا التعامل مشروط عند بعض الفقهاء بأن تكون الأعيان والمنافع غالبة على النقود والديون ؛ لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب وهذا ما أخذ به قرار مجمع الفقه الإسلامي [٢] ، بينما اكتفى البعض الآخر بوجود الخلطة دون اشتراط الغلبة ؛ وذلك أخذًا بمبدأ التبعية ؛ لأنه يجوز تبعًا ما لا يجوز استقلالًا ، وذهبت فتاوى مجموعة البركة في ندوتها الثانية إلى هذا الرأي الأخير [٣] وذهب المستشار الشرعي لمجموعة دلة البركة إلى مثل القول السابق [٤] .

---

(١) عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٤٧ .

(٢) الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي مجلة مجمع الفقه الإسلامي مرجع سابق ص٢١٦١ - ٢١٦٣ .

(٣) انظر : د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١٤٥ .

(٤) جاء في الأجوبة الشرعية للمستشار الشرعي لمجموعة دلة البركة : « لابد أن تشتمل العمليات على تعامل بأعيان ومنافع إلى جانب النقود والديون ، ولا يشترط أن تكون غالبية ، وإن كان الأولى ذلك ؛ فيكفي وجود أعيان ومنافع ، ودليل ذلك حديث رسول الله ﷺ : « ومن باع عبدًا أو له مال فماله للبائع إلا أن يشترطه =

**هذا ومن الجدير بالذكر أن مجمع الفقه الإسلامي حدد ضوابط تداول الأوراق المالية من خلال فتواه التي جاء فيها ما يلي : –**

« تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذونًا فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط الآتية :

( أ ) إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقودًا ، فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف .

( ب ) إذا أصبح مال القراض ديونًا تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون .

( ج ) إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع ؛ فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقًا للسعر المتراضى عليه على أن يكون الغالب في هذه أعيانًا ومنافع ... وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصوليًا في سجلات الجهة المصدرة » [(١)] .

وهكذا فإنه وفقًا لهذه الضوابط يمكن للمكتتب تداول الأوراق المالية وبيعها من خلال بورصة الأوراق المالية بالسعر المتراضى عليه ، كما أنه من خلال هذه الضوابط يمكن لصندوق الاستثمار التعهد بإعادة شراء وثائق استثمار الصندوق تشجيعًا منه للجمهور على الإقدام للمشاركة في الصندوق .

## سادسًا : التكييف الشرعي لاسترداد وثائق الاستثمار في صناديق الاستثمار

منح قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م حاملي وثائق الاستثمار في صناديق الاستثمار الحق في استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها ؛ إذ تضمنت نشرة

= المبتاع فإذا اشترطه المبتاع ( المشتري ) كان ذلك قيمة شراء لعين ونقد بالنقد وقد يكون المال الذي يحوزه العبد أكثر من قيمته بكثير فيغتفر لكون النقد هنا تابعًا والنقود في المضاربة أو المشاركة تابعة للأعيان والمنافع التي هي الأصل بحسب طبيعة المشاركة لكونها متاجرة بالسلع لتحقيق ربح مشترك » . ( انظر د . عبد الستار أبو غدة ، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية ، مجموعة دلة البركة إدارة التطوير والبحوث جدة ١٩٩٢م ، ١٩٩٣م جـ١ الفتوى رقم/٤١ الحديث رواه سالم عن أبيه مرفوعًا . انظر : أبو داود ، سنن أبي داود ، مرجع سابق جـ٣ ص٢٦٦ ) .

(١) الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي نفس الموضع .

الاكتتاب ذلك على أن يكون ذلك بسعر الإصدار أو بقيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة أيهما أقل بالنسبة لصناديق الشركات المساهمة ، وحظر على هذه النوعية من الصناديق إصدار وثائق بديلة لتلك التي يتم استرداد قيمتها .

**أما بالنسبة لصناديق البنوك وشركات التأمين : فإن** قيمة الوثائق المستردة تتحدد علي أساس نصيبها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد ، ويجوز لهذه النوعية من الصناديق إصدار وثائق بديلة للوثائق التي ترد قيمتها وفقًا لنظام الصندوق وفي حدود الحد الأقصى المرخص به .

**وبالنظر في مدى شرعية كلا النوعين** يتبين : أن هذه العملية جائزة شرعًا ؛ لأنها لا تخرج عن بيع الشريك لحصته في الشركة من أجنبي في حالة بيعها لشخص لم يسبق له الحصول على وثائق من ذات الصندوق ، وذلك في النوع الأول أو بيعها لشريكه إذا تم بيع الوثيقة في سوق الأوراق المالية لشخص يحمل وثائق من ذات الصندوق في النوع الأول أو تم استرداد قيمتها من الصندوق في النوع الثاني(١) . وفي ذلك يقول ابن قدامة : « وإن اشترى أحد الشريكين حصة شريكه منه جاز لأنه يشتري ملك غيره » (٢) .

والصورة العامة لاسترداد وثائق الاستثمار تتم من خلال تعهد صناديق الاستثمار المصدرة لهذه الوثائق بإعادة شرائها إذا رغب حاملوها في استرداد قيمتها أثناء تداولها والإعلان عن ذلك من خلال نشرة الاكتتاب .

وعليه فإن التكييف الشرعي الصحيح لهذا الأمر يستند على فكرة الإيجاب العام الموجه لجمهور المكتتبين بحيث يلتزم صندوق الاستثمار بمقتضاه خلال فترة محددة بشراء وثائقه المعروضة للبيع ، ويكون تعهده هذا ملزم خلال المدة المحددة طبقًا لمذهب المالكية (٣) .

**وقد أقرَّ مجمع الفقه الإسلامي هذا التكييف حيث جاء في فتواه ما يلي :**

« يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت الضوابط الشرعية وذلك وفقًا لظروف العرض والطلب وتخضع لإرادة العاقدين ، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى

---

(١) د . محمد عبد الحليم عمر ، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، مرجع سابق ص٤٥ – ٤٦ .

(٢) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٥٩ .

(٣) عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص١٢٩ .

الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين ، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقًا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع ... كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص على النحو المشار إليه » [1] .

وإذا كان الفقه الإسلامي يتيح لصناديق الاستثمار التعهد بإعادة شراء وثائقها رغبة منها في جذب المستثمرين الذين يبحثون عن وعاء استثماري يمكنهم فيه تسييل استثماراتهم بسهولة فضلًا عن تحقيق أرباح ، فإنه رغم ذلك يظهر أمامنا مسألتان محل إثارة بهذا الخصوص :

**الأولى** : تتعلق بتحديد سعر إعادة شراء وثائق الاستثمار . **أما الثانية** : فتتعلق بقيام صناديق الاستثمار بإعادة شراء وثائقها رغبة منها في تحقيق توازن لسعر الوثيقة .

## المسألة الأولى : تحديد سعر إعادة شراء وثائق الاستثمار :

قد يكون سعر إعادة شراء وثائق الاستثمار محددًا في نشرة الاكتتاب بالقيمة الاسمية ، أو القيمة السوقية ، أو أيهما أقل ، كما في صناديق استثمار شركات المساهمة في مصر ، أو محددًا بالقيمة الحقيقية لوثائق الاستثمار ، كما في صناديق البنوك وشركات التأمين .

### أ - تحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة الاسمية :

قد تهدف صناديق الاستثمار إلى المحافظة علي نوعية معينة من المستثمرين وتسعى إلى تجنيبهم تحمل أي خسائر يمكن أن تلحق بهم ؛ وذلك عن طريق تعهد هذه الصناديق بإعادة شراء وثائق الاستثمار المكتتب فيها من قِبل هؤلاء المستثمرين بنفس القيمة الاسمية المكتتب فيها والإعلان عن ذلك من خلال نشرة الاكتتاب .

وهذا الأمر لا يجوز شرعًا ؛ لأنه من قبيل ضمان الشريك لرأس المال ؛ فيضمن رب المال بذلك أصل ماله ، بالإضافة إلى ما قد يحصل له من أرباح خلال امتلاكه للورقة المالية وهذا ممنوع شرعًا .

هذا ويجوز شرعًا لصندوق الاستثمار إعادة شراء وثائقه بنفس قيمتها الاسمية إذا كان هناك تعهد صادر بإعادة شراء الأوراق المالية من جهة أخرى مستقلة في شخصيتها

---

(١) الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢١٦٣ - ٢١٦٤ .

الاسمية وذمتها المالية عن صندوق الاستثمار فيجوز ذلك التعهد ؛ لأنه وعد بالبيع بطريق ( بيع التولية ) بمثل الثمن الأول وهو من بيوع الأمانة المعروفة ، وكما تصح المواعدة على الشراء والبيع بالمساومة أو بسعر السوق يوم البيع ؛ يصح أن يكون السعر فيها هو سعر الشراء الأصلي دون مراعاة تغيير القيمة (١) .

**ب - تحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة السوقية :**

قد تنص صناديق الاستثمار في نشرات الاكتتاب على تعهدها بإعادة شراء وثائقها بالقيمة السوقية .

وهذا أمر جائز شرعًا ولا يختلف مع اتفاق جميع الفقهاء ، على اشتراط أن يكون الثمن في عقد البيع معلومًا غير مجهول ؛ فإنهم اختلفوا في وجوب تحديده تحديدًا كميًّا وقت العقد ، أو الاكتفاء بمعرفته وتعيينه بالتراضي بين المتعاقدين بشأن يمتنع أن تثار بشأنه نزاعات أو خصومات لاحقة .

إن تحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة السوقية يعتبر مجرد إيجاب أو وعد بالشراء من صندوق الاستثمار ، ولا يتم البيع الحقيقي إلا في حالة اقتران هذا الإيجاب بالقبول ؛ أي عند قيام صاحب الوثيقة بطلب الاسترداد ، فلا يوجد مانع شرعي من التواعد على شراء الوحدات لاحقًا بالقيمة السوقية المعلنة يوم الاسترداد ؛ بل أن العدل يقتضي ذلك ؛ لأن سعر السوق منضبط ويجب الوفاء بهذا الاتفاق إذا تم الالتزام به (٢) .

فمراعاة القيمة السوقية وتداول الوثائق على ضوئها لا يتعارض مع الشريعة الغراء ؛ إذ للإنسان الحق في بيع ماله ( المفرز والمشاع ) حسب أسعار السوق بل هو المطلوب (٣) .

**وبناءً على ذلك** : فإنه لا مانع من قيام صناديق الاستثمار بالإعلان عن تحديد قيمة استرداد وثائق الاستثمار على أساس آخر سعر إقفال لها في البورصة ، وليس بالمفاضلة بين هذه القيمة وبين القيمة الصادرة بها أيهما أقل ، كما هو الحال في صناديق استثمار الشركات المساهمة في مصر .

---

(١) انظر : د . عبد الستار أبو غدة ، الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية ، مرجع سابق ج١ الفتوى رقم٤٦ .

(٢) انظر : د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١٨١ - ١٨٢ .

(٣) انظر : د . علي محيي الدين القرة داغي ، التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية بحث مقدم إلى الدورة الثامنة لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي جدة العدد الثامن ١٤١٥هـ = ١٩٩٤م ج٢ ص٣٩٧ .

**ح - تحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة الحقيقية :**

قد تتعهد صناديق الاستثمار بإعادة شراء وثائقها بقيمتها الحقيقية كما في صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين المنشأة بقانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ؛ حيث يتم تحديد قيمة وثيقة الاستثمار المستردة على أساس نصيبها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد .

وهذا الأمر يتفق مع النظر الفقهي في أن يكون ثمن بيع الحصة بقيمتها الحاضرة (١) ؛ بل إن هذا هو مقتضى العدل الذي أمرت به الشريعة الإسلامية .

**المسألة الثانية : إعادة شراء صناديق الاستثمار لوثائقها بهدف تحقيق توازن في سعر الوثائق :**

سمح القانون المصري للشركات بشراء أسهمها ، وجاء ذلك بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨م المعدل للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م الخاص بشركات المساهمة ، وشركات التوصية بالأسهم ، والشركات ذات المسؤولية المحدودة ؛ حيث جاء بهذا التعديل ما يلي : -

« إذا حصلت الشركة بأية طريقة على جانب من أسهمها تعين عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها ، وإلا التزمت بإنقاص رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم ، وباتباع الإجراءات المقررة لذلك .

ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح » (٢) .

وهذا النظام معمول به في البورصات العالمية تحت اسم Treasury stoclrs منذ فترة طويلة ؛ بهدف الاستفادة من مبلغ الاحتياطات لدى الشركات باستثماره في البورصة لتحقيق عائد أفضل من العائد المحقق لو تم استثماره في البنوك بالإضافة إلى ضمان توازن سعر أسهم الشركة في البورصة .

**وللوقوف على مشروعية هذا النظام يظهر أمامنا مسألة تفرض نفسها بهذا الخصوص تتمثل في : حكم الشرع في المتاجرة في الأسهم بيعًا وشراءً لا بنيّة المشاركة بل توقعًا**

---

(١) انظر : السرخسي المبسوط ، مرجع سابق ج١١ ص١٦٠ - ١٦٦ .

(٢) انظر : عبد الستار أبو غدة : الاستثمار في الأسهم والسندات ، مجلة الاقتصاد الإسلامي العدد ١٩٠ ، مرجع سابق ص ٦٠ - ٦٢ .

**لارتفاع أسعارها في البورصة ثم بيعها وجني فروق الأسعار كربح .**

وهذه المسألة محل خلاف بين الفقهاء المعاصرين ، فمنهم من يرى عدم جوازها شرعًا ، وحجتهم في ذلك : أن شراء الأسهم بقصد بيعها يؤدي إلى :

أ - التداول في النقود ؛ لقصر الفترة بين البيع والشراء .

ب - عدم تحقيق أي قيمة مضافة من هذه المبايعات السريعة .

ح - المقامرة باسم المضاربة .

د - تكوين الربح بعوامل غير سوية ؛ كالإشاعات ، ونشر معلومات الترويج ، والأحوال السياسية ، ونشر التوقعات الاقتصادية ، ونحوها .

ويرى المجوزون خلاف ذلك ، وحجتهم تتمثل فيما يلي [1] : -

أ - أن القول بأن شراء الأسهم بقصد بيعها يؤدي بيعها إلى التداول في النقود فيه إغفال لطبيعة الأسهم من حيث إنها تمثل حصة في موجودات يفترض أنها عند البيع والتداول بأكثر من قيمة الشراء مشتملة على أعيان ومنافع من النقود والديون .

فطبيعة الأسهم قيمية وإن كان مظهرها الخارجي أنها مثلية ، فتلك المثلية في التساوي بين القيم وما تخول حامليها من حقوق إذا كانوا من شريحة واحدة .

ب - أن القول بأن شراء الأسهم بقصد بيعها لا يحقق أية قيمة مضافة يخالف الواقع ؛ فشراء الأسهم بغرض الحصول على فروق الأسعار لا يخلو من فائدة في تحريك الأنشطة المختلفة ، ولا تظهر هذه الفائدة إلا بالنظر إلى مجموع التصرفات السابقة واللاحقة لهذا الشراء .

فالثمن الذي يحصل عليه بائع الأسهم يتيح له خوض أنواع أخرى من التصرفات الاستثمارية ، فضلًا عن تمكينه من شراء حصص من أصول شركات أخرى لإتاحة السيولة لآخرين ممن ينتفعون بها بأوجه متعددة ، ولولا إمكانية التسييل المتأخر في الصكوك لتردد المتمولون في حبس أموالهم في أسهمها سواء عند بداية الاكتتاب أو في المراحل التالية .

---

(١) انظر : د . علي محيي الدين القرة داغي ، التطبيقات الشرعية لإقامة السوق الإسلامية ، بحث مقدم إلى الدورة الثامنة لمجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي جدة العدد الثامن ١٤١٥هـ = ١٩٩٤م ج٢ ص٣٩٧ .

فهذه الميزة تجعل البائعين والمشترين يوازنون بين ملكية حصصٌ من موجودات الشركة وبين ملكية المال الناض من عمليات البيع ، ولكل من الحالتين دواعيها وأهدافها وينطبق على هذا ما رواه جابر ﷺ عن رسول اللّه ﷺ أنه قال : « دَعُوا النَّاسَ يَرْزُقِ اللَّهُ بَعْضَهُمْ مِنْ بَعْضٍ » [1] .

جـ - أن القول بأن شراء الأسهم بقصد بيعها قد تحقق أضرارًا نتيجة للتداول السريع والمضاربة ؛ فمردود عليه بأن هذا يحدث إذا غفل المتعاملون عن الضوابط الشرعية لبيع الأسهم حيث كانت الشركات تباع وتتداول متفاضلة ومؤجلة في بداية التأسيس عقب جمع نقود الاكتتاب أو تباع ، وهي في طور انحصارها في مديونيات أو ببيع المساهم أكثر من الأسهم المملوكة له .

د - أن القول بأن شراء الأسهم بقصد بيعها يؤدي إلى تكوين الربح بعوامل غير سوية كالإشاعات ونحوها مردود عليه بأن كل هذه العوامل واردة في التعامل التجاري الفردي ولم يؤثر في حكمه الشرعي .

هـ - أن شراء الأسهم بقصد بيعها يمثل عملية تصفية فردية يقوم بها أحد الشركاء بخصوص مساهمته في الشركة فإذا كان الدخول في الشركة مشروعًا فإن الخروج منها أيضًا مشروع بضوابطه ولا وقت محدد لمشروعية ذلك من حيث : عدد السنوات أو الشهور أو الأيام التي يظل فيها المساهم منتظمًا في الشركة ؛ فقد يتخذ المساهم قراره ويبيع حصته من المشاركة عند أول ارتفاع لقيمة السهم ، وهو ارتفاع يفترض أن ينشأ عن ارتفاع قيمة موجوداتها ، وبهذا يصفي مشاركته كما لو دخل مع غيره في مشاركة وحيدة الصفقة

وقد يقرر الاستمرار ليقطف ثمرات الصفقات المتتالية داخل المشاركة مرات ومرات طيلة الدورة الزمنية المختارة وتوزع تبعًا لها الأرباح الدورية ( التشغيلية ) وهكذا إلى أن يأتي موعد التصفية الكاملة للشركة وتوزع بقية أرباحها شاملة للأرباح الرأسمالية .

و - قد يهدف المستثمر بشراء الأسهم بقصد بيعها غرضًا ثالثًا غير الحصول على ربح أو الحصول على فرق السعر ، وهو التخلص من لحوق الخسارة فيما إذا هبطت أسعار الأسهم المشتراه وتأكدت مخاوف مالكها من الضرر اللاحق به لو تمسك بها مع وجود من يشتريها ، فلا يوجد دليل شرعي حينئذ يمنع من إخراجها من ملكه بالقيام ببيعها ضمن الضوابط الشرعية بعيدًا عن الغرر والتدليس والنجش .

---

(١) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق جـ١٠ ص١٦٥ .

**وإذا كان الإسلام يبيح شراء الأسهم بقصد بيعها إذا أخذنا برأي من أجازوا ذلك ، فما الحكم الشرعي لو سمح القانون لصناديق الاستثمار بإعادة شراء وثائقها ؛ بغرض تحسين أسعار تداولها وتحقيق التوازن لها في البورصة سواء بالشراء في حالة انخفاض سعرها أو بالبيع في حالة ارتفاع سعرها ؟**

بالنظر الفقهي إلى هذا الأمر يتبين أنه لا يجوز شرعًا ويرجع ذلك لما يلي :

أ - أن الناظر إلى هذا الأمر يجد أن ظاهره فيه الرحمة وباطنه من قبله العذاب ؛ فهو إن كان يحقق الاستقرار لوثائق الصندوق ، إلا أن ذلك يتم على حساب المستثمرين المتعاملين مع هذه الوثائق بالبيع أو الشراء ؛ حيث إن الطلب على هذه الوثائق في حالة انخفاض سعرها يكون طلبًا مصطنعًا من الصندوق ، كما أن العرض على هذه الوثائق في حالة ارتفاع سعرها يكون - أيضًا - عرضًا مصطنعًا من الصندوق ، فسعر الوثيقة حينئذ لا يعكس القيمة السوقية الفعلية لها أو قيمتها الحقيقية ، وهذا نوع من التغرير بالمستثمرين والتدليس عليهم وغشهم ، وأكل أموالهم بالباطل ، وقد نهى الإسلام عن كل هذه الصور فقال تعالى : ﴿ لَا تَأْكُلُوٓاْ أَمْوَٰلَكُم بَيْنَكُم بِٱلْبَٰطِلِ ﴾ (١) .

وعن أبي هريرة ﷺ أن رسول الله ﷺ قال : « من غشنا فليس منا » (٢) .

وعن أبي أوفي ﷺ أن رسول الله ﷺ قال : « الخديعة في النار » (٣) .

وعن عبد الله بن عمر ﷺ أن رجلًا ذكر للنبي ﷺ أنه يخدع في البيوع فقال : « إذا بايعت فقل لا خلابة » (٤) .

كما أن الإسلام أمر المتبايعين بالصدق وبيان الحقيقة وأرسى هذا المبدأ كقاعدة من قواعد المعاملات ؛ لما رواه حكيم بن حزام ﷺ عن النبي ﷺ أنه قال : « الْبَيِّعَانِ بِالْخِيَارِ مَا لَمْ يَتَفَرَّقَا » - أَوْ قَالَ : « حَتَّى يَتَفَرَّقَا - فَإِنْ صَدَقَا وَبَيَّنَا بُورِكَ لَهُمَا فِي بَيْعِهِمَا ، وَإِنْ كَتَمَا وَكَذَبَا ؛ مُحِقَتْ بَرَكَةُ بَيْعِهِمَا » (٥) .

ب - أن هذا الأمر يفتح أبواب المقامرة لصناديق الاستثمار عن طريق المضاربة على

---

(١) سورة النساء : ٢٩ .

(٢) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق : جـ٢ ص١٠٨ .

(٣) العسقلاني ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، مرجع سابق : جـ٤ ص٤١٦ .

(٤) المرجع السابق : جـ٤ ص٣٩٥ .

(٥) المرجع السابق : جـ٤ ص٣٦٢ النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق : جـ١٠ ص ١٧٦ .

وثائقها ، وهذا لا يجوز شرعًا [١] .

جـ - أن هذا الأمر ينافي مقتضى العدل الذي قامت عليه الشريعة وهذا ظاهر من كون سعر الوثائق لا يعكس قيمتها السوقية أو الحقيقية مما يحقق مصلحة طرف على حساب مصلحة الطرف الآخر .

## سابعًا : التكييف الشرعي للتنضيض الحكمي أو التقويم في صناديق الاستثمار

نظرًا للطابع الجماعي لاستثمار الأموال في صناديق الاستثمار واستمرار نشاط الصناديق عادة لفترات متوسطة وطويلة الأجل ، فإن هذه الصناديق تقوم غالبًا بتوزيع أرباحها في فترات دورية وتتخذ هذه التوزيعات إحدى طريقتين : -

**الأولى** : توزيع دفعات تحت الحساب إلى أن يتم تصفية الصندوق في نهاية مدته ، وحينئذ يتم تعديل التوزيعات وفقًا للنتائج الفعلية المتحققة ، فوفقًا لهذه الطريقة يتم قسمة الربح قبل المفاصلة أي مع استمرار صندوق الاستثمار في نشاطه .

وقد أجاز الشافعية والحنابلة ذلك طالما أن الربح يستقر بالقسمة بحيث تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزع ؛ لأن الربح - كما ذكروا - يجب أن يكون وقاية لرأس المال [٢] ، وقد أقرَّ مجمع الفقه الإسلامي ذلك من خلال فتواه التي جاء فيها :

« ويستحق الربح بالظهور ويملك بالتنضيض أو التقويم ، ولا يلزم إلا بالقسمة وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادًا أو غلة ؛ فإنه يجوز أن توزع غلته وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض ( التصفية ) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب » [٣] .

وفي نفس الموضوع بحثت الحلقة العلمية الأولى للبركة مسألة توزيع الدخل التشغيلي بنسبة تحت الحساب إلى حين التنضيض ، وأصدرت الفتوى التالية :

« إذا كان موضوع المضاربة أصولًا تدرُّ دخلًا ؛ جاز الاتفاق علي توزيع هذا الدخل بين المضارب ورب المال بنسبة معينة تحت الحساب ، وعلى توزيع ما ينتج من ربح عند بيعها بنسبة أخرى ، وإذا بيع الأصل بأقل من ثمن شرائه ، فإن هذا النقصان يجبر من

---

(١) انظر المبحث الأول من هذا الفصل .

(٢) د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١٥٦ - ١٥٧ .

(٣) الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢١٦٥ ، والغلة تطلق على الزيادة العينية في سلع التجارة .

الدخل التشغيلي » [١] .

**الثانية** : توزيع الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة بحيث تعتبر كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن الأخرى دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للصندوق .

وتعتبر هذه الطريقة من المسائل الفقهية التي كانت محل بحث من الفقهاء لاسيما أن استقرار ملك حاملي الوثائق لحصتهم من الربح يتطلب تنضيض مال الصندوق بتصفيته ، فضلًا عن قبض أصحاب رأس المال لأموالهم وفقًا لقواعد الفقه الإسلامي .

ونظرًا لتعذر ذلك عمليًا فقد عالج الفقهاء المعاصرون ذلك عن طريق ما يلي :

أ - اعتبار التنضيض الحكمي ( التقديري ) أو التقويم بديلًا عن التنضيض الفعلي أو الحقيقي الذي لا يقع إلا عند نهاية مدة الصندوق وتصفيته .

وبهذا لن يتم تصفية الصندوق وتحويله إلى نقود قبل تاريخ التصفية ؛ بل يتم تقويم دقيق من قبل خبراء مختصين للصندوق بحيث يؤدي هذا التقويم إلى معرفة الربح حقيقة كما لو تم تصفية الصندوق ، وقد أقرَّ مجمع الفقه الإسلامي ذلك في فتواه التي جاء فيها : -

« أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي ، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة ، ويعرف مقدار الربح : إما بالتنضيض ، أو بالتقويم للمشروع بالنقد ، وما زاد من رأس المال عند التنضيض أو التقويم ؛ فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك ، وعامل المضاربة وفقًا لشروط العقد » [٢] .

كما كانت الفتوى الصادرة عن الحلقة العلمية الثانية للبركة واضحة ودقيقة بخصوص ذلك حيث جاء فيها : « للتنضيض الحكمي بطريقة التقويم في الفترات الدورية خلال مدة عقد المضاربة حكم التنضيض الفعلي لمال المضاربة شريطة أن يتم التقويم وفقًا للمعايير المحاسبية المتاحة .

- يجوز شرعًا توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم ، كما يجوز تحديد أسعار تداول الوحدات بناءً على هذا التقويم » [٣] .

ب - اعتبار المحاسبة كالقبض على رأي الإمام أحمد بن حنبل ؛ فقد جاء في المغني :

---

(١) د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١٥٧ .

(٢) المؤتمر الرابع لمجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢١٦٤ .

(٣) انظر : عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٧٩ .

يحتسبان ( أي المتعاقدان في المضاربة حسابًا كالقبض ) أي يظهر المال ويجيء ، فيحتسبان عليه ، فإن شاء صاحب المال قبضه ، ولا يحتسبان إلا على الناض ( أي ما تم بيعه ) دون المتاع ( أي العروض ) لأن المتاع قد ينحط سعره ويرتفع .

قال أبو طالب : قيل لأحمد : رجل دفع إلى رجل عشرة آلاف درهم مضاربة فوضعت فبقيت ألف ، فحاسبه صاحبها ثم قال له : اذهب فاعمل بها فربح قال : يقاسمه ما فوق الألف ، يعني إذا كانت الألف ناضة حاضرة ، إن شاء صاحبها قبضها ، فهذا الحساب الذي كالقبض فيكون أمره بالمضاربة بها في هذه الحال ابتداءً مضاربة ثانية ، كما لو قبضها منه ثم ردها إليه » (١) .

وعليه لا يشترط إعادة رأس مال الصندوق لأصحابه في نهاية كل دورة من دورات توزيع الأرباح ؛ بل يجوز الاكتفاء بإجراء محاسبة دقيقة لكافة مشروعات الصندوق تمكن من تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح ، فيقوم هذا الحساب مكان القبض ، خاصة وأن أرباب المال يكون لهم الخيار بين سحب أموالهم والخروج من الصندوق ، أو تجديد التعاقد تلقائيًا بالاستمرار والبقاء في الصندوق ، وبذلك تعتبر كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة ومنفصلة عن الأخرى (٢) .

● **التنضيض الحكمي أو التقويم لأرباح صناديق الاستثمار في مصر :**

بالاطلاع علي قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية يتبين : أنه لم يرد بهما ما يحدد الربح القابل للتوزيع في صناديق الاستثمار سوى في إشارات عامة عن توزيع الأرباح : -

فقد ورد في المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية من ضمن ما يجب أن تتضمنه نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها الصناديق للاكتتاب العام : طريقة توزيع الأرباح السنوية وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية ومدى حدود حامل الوثيقة في ناتج التصفية (٣) .

كما ورد في المادة ١٦٠ من نفس اللائحة كيفية معاملة الأرباح التقديرية المتمثلة في الزيادة بين القيمة السوقية والقيمة التاريخية للأوراق المالية التي في حوزة الصندوق حيث

---

(١) ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٦١ - ٦٢ .

(٢) د . عدنان الهندي وآخرون ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٨٢ .

(٣) انظر : سوق المال القانون واللائحة التنفيذية ، مرجع سابق ص٧٠ - ٧١ .

يتم حساب قيمة الأوراق المالية التي تستثمرها صناديق الاستثمار عند إعداد القوائم المالية على أساس القيمة السوقية لها على أن يجنب ( ٥٠٪ ) علي الأقل من صافي الزيادة للقيمة السوقية كاحتياطي رأسمالي [١] .

ولكن من خلال الاطلاع على نشرات الاكتتاب والقوائم المالية لصناديق الاستثمار ، تبين أن هذه الصناديق تقوم بالتنضيض الحكمي ، أو التقويم للوصول إلى الربح القابل للتوزيع عن طريق مقابلة إيراداتها بمصروفاتها ؛ فالربح وفقًا لذلك يعنى زيادة الإيرادات عن المصروفات ، وهذا يتفق مع نظرة الفقه الإسلامي للربح باعتباره : ما زاد عن بيع سلع التجارة على ثمنها الأول ( الشراء أو التكاليف ) [٢] .

**وللوقوف على مشروعية الربح في صناديق الاستثمار ، فسوف نتعرض فيما يلي للتكييف الشرعي لإيرادات ومصروفات صناديق الاستثمار والتي تظهر عادة في نشرات الاكتتاب والقوائم المالية المنشورة لهذه الصناديق .**

**أ - إيرادات صناديق الاستثمار :**

تتنوع إيرادات صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع من أهمها :

١ - عائد الاستثمار في الأوراق المالية .

٢ - أرباح ( أو خسائر ) بيع الأوراق المالية .

٣ - فوائد دائنة .

٤ - الزيادة ( أو النقص ) في القيمة السوقية للأوراق المالية .

٥ - إيرادات أخرى ، ومن أهمها عمولة إصدار الوثائق وعمولة استردادها .

( ١ ) انظر المرجع السابق ص٧٣ .

( ٢ ) يسمى احتساب الربح بهذه الصورة بطريقة الاستغلال أو القدرة الكسبية للمشروع تمييزًا عن طريقة الميزانية أو التصفية التي تنظر للربح على أنه الزيادة على صافي الأصول بين أول المدة وآخرها ، وبتعبير آخر : الزيادة على رأس المال وحقوق الملكية ، وهذا يتفق أيضًا مع ما ورد عن الفقهاء من تعريفهم للربح بأنه الفاضل ( أي الزائد ) عن رأس المال ، ولكن يلاحظ أن طريقة الاستغلال تتفق مع الفكر المحاسبي المعاصر ؛ ففي ظلها يمكن توفير البيانات للحكم على كفاءة النشاط وتحديد القدرة الكسبية للصندوق ، فضلًا عن كونها لا تغفل الزيادات الأخرى التي تنشأ عن النشاط غير الرئيسي مثل : الأرباح العرضية والأرباح الرأسمالية حيث تظهر كل منهم في مجموعة مستقلة علمًا بأن مجموع أرباح النشاط والأرباح العرضية والأرباح الرأسمالية يكون الزيادة على رأس المال في طريقة الميزانية . ( انظر : د . محمد عبد الحليم عمر ، المعالجة الحسابية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، مرجع سابق ص٤٧ - ٤٨ ) .

**وبالنظر إلى هذه البنود من الناحية الشرعية يتبين الآتي :**

١ - بالنسبة للفوائد الدائنة : فإنها لا تجوز شرعًا ؛ لأنها من قبيل الربا المحرم شرعًا .

٢ - بالنسبة لعمولة إصدار الوثائق وعمولة استردادها : فإنه لا غبار عليها من الناحية الشرعية فهي مقابل خدمات يقدمها الصندوق وهذا جائز شرعًا كأجر على عمل .

٣ - بالنسبة للبنود ( الأول والثاني والرابع ) من هذه الإيرادات : فإنه يشترط لجوازها شرعًا أن تكون الأوراق المالية المستثمر فيها تعبر عن نشاط حلال ولا يتم التعامل فيه بالفائدة أخذًا أو عطاءً فضلًا عن كون عائد هذه الأوراق ربحًا على أساس الغنم بالغرم وليس فائدة ثابتة .

كما أن تقويم الأوراق المالية بالقيمة السوقية مع معالجة الفرق كأرباح أو خسائر رأسمالية تضاف أو تستبعد من حقوق الملكية ، ولا يجرى توزيعها ؛ هو أمر يتفق مع الفقه الإسلامي ، فقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي :

« ليس هناك ما يمنع شرعًا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة ، إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري ، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال » (١) .

إلا أن الاحتياطي الرأسمالي في صناديق الاستثمار يمثل ( ٥٠٪ ) على الأقل من صافي الزيادة في القيمة السوقية للأوراق المالية وذلك بنص المادة ( ١٦٠ ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢م (٢) .

وهذا يعنى أن ( ٥٠٪ ) من هذه الأرباح على الأقل غير محققة وتوزيعها يخالف ما عليه الفقه الإسلامي من كون الربح لا يوزع شرعًا إلا بعد ظهوره ( أي بالبيع الفعلي ) وما لم يتم بيعه لا يمكن توزيع الزيادة في قيمته ، كما ورد في قول ابن قدامة : « لا يحتسبان الأرباح إلا على الناض ( أي ما تم بيعه ) دون المتاع ( أي العروض أو الأصول التي لم يتم بيعها ) ؛ لأن المتاع قد ينحط سعره ويرتفع » (٣) .

---

(١) الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي القرار ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ص٢١٦٤ .

(٢) انظر : سوق المال القانون واللائحة ، مرجع سابق نفس الموضع .

(٣) ابن قدامة المغني ، مرجع سابق ، نفس الموضع راجع الفصل الرابع ص٣٤٥ - ٣٤٦ والفصل الخامس ص٤٠٨ - ٤١٢ .

وهذا أمر منطقي ويحقق العدالة بين الأطراف ، خلافًا لما عليه العمل في القانون ؛ ذلك أنه إذا حصل أحد حملة الوثائق على حصته من هذا الربح التقديري ، ثم استرد ماله ببيع وثائقه لآخر ، ثم انخفضت أسعار هذه الأوراق المالية إلى أقل من القيمة الدفترية وتم بيعها ؛ فإن من حل محله سوف يتحمل بهذه الخسارة ويكون ما أخذه الأول من ربح ليس مستحقًّا له [١] .

هذا ومن الجدير بالذكر أن الفقهاء اختلفوا في من يحق له الاستفادة من الاحتياطيات وذلك على أساس أن هذه الاحتياطيات تستقطع كل فترة معينة ، وقد يستفيد منها نفس المستثمرين الذين استقطعت منهم تلك المبالغ ، أو قد يستفيد منها مستثمرون آخرون غيرهم ، حيث إن نوعيات المستثمرين في الصندوق قابلة للتبديل والتغيير من فترة لأخرى .

فذهب جمهور الفقهاء إلى أن الربح مختص بالمتعاقدين ولا يعدوهما إلى غيرهما ؛ فالأصل عندهم : أن توزع الأرباح بين الطرفين ، ويمنع تخصيص أي جزء منها للغير ، وهذا بخلاف رأي المالكية القائل بجواز اتفاق طرفي العقد على تخصيص جزء من الربح أو ( كله ) إلى الغير ؛ لأن المتعاقدين يكونان قد تبرعا بذلك الجزء من الربح فكان ذلك هبة وقربة للّٰه تعالى ولا يمنعان منها [٢] . وفي هذا الإطار جاءت فتوى بنك دبي الإسلامي التي نصَّت على ما يلي :

« المقرر شرعًا هو وجوب الوفاء بالعقود ، وأن الشروط جائزة بين المسلمين إلا شرطًا حرَّم حلالًا أو أحلَّ حرامًا ، فإذا تضمن عقد الشركة حكمًا خاصًّا بشأن الاحتياطي عند خروج أحد الشركاء ؛ تعين العمل به ، ويجوز الاتفاق على أن يذهب الاحتياطي كله إلى أغراض الخير ، وإذا لم ينص العقد على شيء من ذلك كان من حق الشريك الحصول على نصيبه في الاحتياطي طالما كان العقد يكفل له الخروج من الشركة في أي وقت يشاء » [٣] .

وبناء على ذلك : فإن حامل وثائق الاستثمار عند استرداده لها يكون أمام حالتين :

**الأولى** : أن يستفيد عند استرداده للوثائق بحصته من الأرباح المحتجزة لتكوين الاحتياطي ؛ ويترتب على ذلك أن يقوم صندوق الاستثمار بالأخذ بعين الاعتبار ذلك الاحتياطي عند إعادة شرائه لوثائقه وهذا هو الأعدل لحاملي الوثائق .

**والثانية** : أن لا يستفيد عند استرداده للوثائق بالاحتياطي وفقًا لما تم الاتفاق عليه في

---

(١) د . محمد عبد الحليم عمر ، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، مرجع سابق ص٦٦ .

(٢) عز الدين خوجه صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٧٠ .

(٣) فتاوى بنك دبي الإسلامي مطبوعات بنك دبي الإسلامي فتوى رقم ٨٠٧/٠٩ .

التعاقد من خلال نشرة اكتتاب الصندوق فيكون ذلك من قبيل الإبراء حيث يبرئ مسترد الوثائق الصندوق مما في ذمته من حصته في الاحتياطي (١) .

## ب - المصروفات في صناديق الاستثمار :

من المقرر في الفقه الإسلامي أنه لا ربح إلا بعد استرداد رأس المال وتغطية المصروفات .

**وتنقسم المصروفات في صناديق الاستثمار إلى نوعين :**

**الأول : مصروفات التأسيس** : وتصرف هذه المصروفات مرة واحدة عند تأسيس صندوق الاستثمار وقبل طرح وثائقه للاكتتاب ، وتشمل : نفقات الترخيص ، والاستشارات ، وغيرها ، وتعتبر من التحضيرات اللازمة لقيام الصندوق وممارسة نشاطه وتؤثر في نفعها على جميع أطراف الصندوق ؛ لأنها تمكن من تحديد كيفية التعاقد وإطاره ومكانه وزمانه وموضوع النشاط ، فضلاً عن تنظيم العلاقات المختلفة بين أطراف الصندوق فيما بينهم وبينهم وبين الغير .

وتحمل هذه المصروفات على الصندوق ؛ حيث إن مآلها لصالحه ولأجله ، ويتخذ هذا التحميل أحد صورتين : فإما أن يطلبها الصندوق من المكتتبين عند الاكتتاب ، وإما أن يتم خصمها من صافي الأرباح التي تتحقق بعدئذ قبل التوزيع .

**الثاني : المصروفات التشغيلية** : وتصرف خلال قيام الصندوق بأنشطته ومن أهم هذه المصروفات :

١ - مصروفات التسويق والإعلان .

٢ - المصروفات الإدارية والعمومية .

٣ - مصروفات التمويل .

٤ - عمولات السمسرة .

٥ - عمولات حفظ الأوراق المالية .

٦ - الفوائد المدينة .

٧ - أتعاب مدير الاستثمار .

٨ - أتعاب البنك في صناديق البنوك وشركات التأمين .

٩ - أتعاب مراقبي الحسابات .

---

(١) د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١٥٤ - ١٥٥ .

١٠ - الضرائب المستحقة .

١١ - مصروفات أخرى ، ومن أهمها : مصروفات الجهات الحكومية ؛ المصروفات المدفوعة للهيئة العامة لسوق المال .

**وبالنظر في بنود المصروفات من الناحية الشرعية يتبين الآتي :**

١ - بالنسبة لمصروفات التأسيس : فحكمها أنها جائزة شرعًا شريطة النص في نشرة الاكتتاب على تحمليها على مال الصندوق مع تحديدها بمبلغ معين أو حد أقصى يذكر في نشرة الاكتتاب ، وعلى هذا جاءت إحدى فتاوى الحلقة الفقهية الأولى للبركة ؛ إذ نصت على أنه : « يجوز أن تحمل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة ، إذا تضمنتها نشرة الإصدار وكانت مصاريف فعلية محددة بمبلغ معين أو بحد أقصى يذكر في النشرة ، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار ؛ كانت هذه المصروفات على المضارب » [١] .

وإذا كانت مصروفات التأسيس تحمل للمكتتبين بداية في الصندوق ؛ فإن المنضمين لاحقًا للصندوق بعد تأسيسه يتحملون بمعادل مصروفات التأسيس هذه ، أو بالزيادة في القيمة السوقية للوثائق عن قيمتها الاسمية المصدرة بها .

فإن كان انضمامهم بالشراء ممن سبقهم ؛ فإنهم بدفع القيمة السوقية للوثائق قد تحملوا نصيبًا مما حققته أعمال التأسيس من زيادة تلك القيمة ، وشراؤهم بهذا التخارج بمثابة حلول محل المالك السابق للوثائق ، فلا مسوغ لتحميلهم ما يعادل نفقة التأسيس . أما من ينضم للصندوق بعد التأسيس بالاكتتاب بالوثائق ابتداء مما يتم إصداره في طرح جديد بعد أن تكون نفقات التأسيس قد تم تحمليها للمكتتبين في الطرح الأول للوثائق ؛ فإنهم يتحملون معادل نفقة التأسيس أو فرق قيمة الوثائق ما بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية ؛ وذلك للتسوية بين المكتتبين الجدد والمكتتبين القدامى ، وتوضع المبالغ المتحصلة من معادل نفقة التأسيس وفرق قيمة الوثائق في احتياطي الصندوق ، وبذلك يعود نفعها على جميع المكتتبين في الصندوق [٢] .

هذا ومن الجدير بالذكر أن قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته

---

( ١ ) انظر : الفتاوى الشرعية في الاقتصاد لندوات البركة من الأولى ١٤٠٣هـ حتى السادسة ١٤١٠هـ مجموعة دلة البركة إدارة التطوير والبحوث جدة الطبعة الثالثة ١٤١٣هـ = ١٩٩٣م ص١٤١ .

( ٢ ) انظر : عبد الستار أبو غدة ، التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها ، بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل ، مركز صالح كامل جامعة الأزهر السبت١٣ من ذي القعدة ١٤١٧هـ = ٢٢من مارس ، ١٩٩٧م جـ٢ ص٢١ .

التنفيذية ألزم صناديق الاستثمار بأن تؤدي للهيئة العامة لسوق المال رسم تأسيس للصناديق بواقع واحد في الألف من قيمة رأسمالها المصدر ، بحد أدني خمسة آلاف جنيه ، وبحد أقصى عشرة آلاف ، جنيه ورسم إصدار بواقع واحد في الألف من قيمة كل إصدار لوثائق الاستثمار ، بحد أقصى عشرة آلاف جنيه ، ورسم ترخيص لمزاولة النشاط بواقع عشرة آلاف جنيه (١) .

٢ - بالنسبة للمصروفات التشغيلية والتي ترتبط بمباشرة الصندوق لنشاطه : فإنها بصفة عامة مقبولة شرعًا عدا الفوائد المدينة فهي من قبيل الربا المحرم شرعًا .

كما أن المصروفات التمويلية والتي ترد مجملة في بعض نشرات الاكتتاب توضح في البعض الآخر أنها تشتمل على فوائد ، وهي محرمة شرعًا ؛ لأنها من الربا (٢) .

**أما بالنسبة لأتعاب كلٍّ من مدير الاستثمار والبنك فيتضح الآتي :**

أ - بالنسبة لأتعاب مدير الاستثمار : فإنه من خلال الاطلاع على نشرات الاكتتاب لبعض صناديق الاستثمار في مصر يتبين : أن مدير الاستثمار يحصل نظير قيامه بعمله الإداري على نوعين من الأتعاب :

**الأول : أتعاب إدارة :** وتحتسب كنسبة من صافي أصول الصندوق ، وتدفع على أقساط ، وتختلف نسبتها من صندوق لآخر .

**الثاني : أتعاب حسن أداء :** وتحسب كنسبة من صافي فائض أرباح الصندوق كحافز للأداء عند زيادة الأرباح عن حد معين ، وتختلف هذه النسبة - أيضًا - من صندوق لآخر .

**وبالنظر الفقهي لهذه الأتعاب يتبين أنها جائزة شرعًا لما يلي :**

**أولًا :** تحديد أتعاب الإدارة بنسبة من صافي أصول الصندوق ؛ يعني معلومية الأجر ، ونظرًا لأن مدير الاستثمار وكيل بأجر ؛ فإن هذا النوع من الأتعاب جائز شرعًا ، وهذا يفهم من قول ابن قدامة : « وإن استأجره على رعايتها ( يقصد الغنم ) مدة معلومة بنصفها أو جزء معلوم منها صح ؛ لأن العمل والأجر والمدة معلوم فصح » (٣) .

**ثانيًا :** قيام الصندوق بدفع أتعاب مدير الاستثمار على دفعات سواء في بداية كل فترة

---

(١) انظر : سوق المال القانون واللائحة التنفيذية ، مرجع سابق القانون المادة٧٢ ٧٣ ص٢٢ اللائحة التنفيذية المادة ١٣٤ ص١٦٦ .

(٢) د . محمد عبد الحليم عمر ، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، مرجع سابق ص٥٣ .

(٣) ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٤٤٢ .

معينة أو في نهايتها مسألة خلافية بين الفقهاء .

وبداية تجب التفرقة بين استحقاق الأجر - ويكون بمجرد التعاقد بلا خلاف بين الفقهاء - وبين تملكه وحق المطالبة ، والتي يرى الشافعية والحنابلة أن ذلك يجب بمجرد التعاقد ، وبالتالي يجوز تعجيلها أو دفعها مقدمًا كما تفعل بعض الصناديق ، بينما يرى الحنفية والمالكية أن الأجر يتملك بعد استيفاء المنفعة في نهاية كل مدة لها وقع في الأجر ، وبالتالي يجوز تأخيرها إلى نهاية المدة ، كما تفعل الصناديق الأخرى (١) .

**ثالثًا** : تحديد أتعاب حسن الأداء بنسبة من صافي فائض أرباح الصندوق كحافز للأداء عند زيادة الأرباح مسألة خلافية بين الفقهاء ، فيرى جمهور الفقهاء عدم جواز منح هذه الأتعاب كجزء من أجر مدير الاستثمار ؛ لأن ذلك يدخل فقهًا في مسألة كون الأجر جزءًا من ناتج العمل ، وهذا ما يفهم من قول ابن قدامة : « ولو استأجر راعيًا لغنم بثلث درها ونسلها وصوفها وشعرها أو نصفه أو جميعه ؛ لم يجز نص عليه أحمد ؛ لأن الأجر غير معلوم ولا يصلح عوضًا في البيع » (٢) .

ورغم ذلك فإن ابن قدامه ذكر صورة شبيهة بهذه الأتعاب وأجازها . وهذا ما يفهم من قوله : « إذا قال : بع هذا الثوب بعشرة فما زاد عليها فهو لك صح واستحق الزيادة وقال الشافعي : لا يصح . ولنا أن ابن عباس كان لا يرى بذلك بأسًا ، ولأنه تصرف في ماله بإذنه ؛ فصح شرط الربح له في الثاني كالمضارب والعامل في المساقاة » (٣) .

وبناء على هذا القول والذي يبين سعة الفقه الإسلامي لكل الأمور ، فإن أتعاب حسن الأداء تجوز فقهًا (٤) .

ب - بالنسبة لأتعاب البنك في حالة صناديق البنوك وشركات التأمين : فإنه بالاطلاع على نشرات الاكتتاب لبعض الصناديق يتضح أن هناك نوعين من الأتعاب : أحدهما : يمثل نسبة مقطوعة من صافي أصول الصندوق ، أما النوع الآخر : فيمثل ربح تحفيزي كنسبة من صافي فائض أرباح الصندوق وذلك كما في نوعي أتعاب مدير الاستثمار .

ويحصل البنك على هذه الأتعاب مقابل ما يقدمه للصندوق والمكتتبين من خدمات كتلقي الاكتتاب ، وحفظ الأوراق المالية ، فضلًا عن فتح حساب باسم الصندوق

(١) د . محمد عبد الحليم عمر ، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، مرجع سابق ص٥٥ .
(٢) ابن قدامة المغني ، مرجع سابق نفس الموضع . (٣) المرجع السابق جـ٥ ص١٤٨ .
(٤) د . محمد عبد الحليم عمر ، المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي ، مرجع سابق ص٥٦ .

بالبنك للتعامل عليه .

**وبالنظر الفقهي لهذه الأتعاب يتبين أنها جائزة شرعًا لما يلي :**

**أولًا** : الأتعاب التي يحصل عليها البنك كنسبة مقطوعة من صافي أصول الصندوق مقابل ما يقدمه من خدمات للصندوق والمكتتبين جائزة شرعًا كأجر على عمل .

**ثانيًا** : الأتعاب التي يحصل عليها البنك كربح تحفيزي كنسبة من صافي فائض أرباح الصندوق ؛ يمكن تخريجها شرعًا على أن البنك كمدير وشريك في آن واحد في صندوق الاستثمار أخذ أموال حملة الوثائق ثم وكل مدير الاستثمار بأجر لإدارتها واستثمارها وبخاصة وأن المادة ( ١٨٠ ) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م جعلت من البنك مسؤولًا عن سوء إدارة مدير الاستثمار التي تؤدي إلى الإضرار بالصندوق [١] .

**● التنضيض أو التقويم الحكمي للقيمة الاستردادية والقيمة البيعية لوثائق استثمار صناديق الاستثمار :**

إذا كانت صناديق الاستثمار تعتمد على التنضيض الحكمي للوصول للربح القابل للتوزيع ؛ فإنها تعتمد - أيضًا - على التنضيض الحكمي لتحديد القيمة الاستردادية ، وكذلك القيمة البيعية لوثائق الاستثمار من خلال التنضيض الحكمي ، أو التقويم لصافي قيمة أصول الصندوق ، والتي تتضمن وفقًا لما ورد بنشرات اكتتاب بعض الصناديق البنود الآتية :

- إجمالي النقدية بالخزينة والبنوك .

**ويضاف إليها :**

- قيمة الاستثمارات المتداولة في الأوراق المالية .
- إجمالي إيرادات النشاط وتشمل عائد الاستثمارات في الأوراق المالية والأرباح من بيع الأوراق المالية وأي إيرادات أخرى .
- قيمة الأصول طويلة الأجل بعد خصم مجمع الإهلاك .

**ويخصم منها :**

- حسابات البنوك الدائنة والمخصصات وأي التزامات أخرى .
- مصروفات التشغيل والتي تشمل : مصروفات التسويق والإعلان ، والمصروفات الإدارية والعمومية ، ومصروفات التمويل ؛ وعمولات السمسرة ، وأتعاب مدير

---

(١) انظر : سوق المال القانون واللائحة التنفيذية ، مرجع سابق ص٧٩ .

الاستثمار وأتعاب البنك ، وأتعاب مراقبي الحسابات .

وللوصول إلى القيمة الاستردادية والقيمة البيعية للوثيقة ؛ يتم قسمة الفرق ما بين بنود الإضافة والخصم السالفة الذكر على عدد وثائق الاستثمار القائمة .

وبالنظر الفقهي إلى هذه البنود يتضح أنه يتم تقييمها بواسطة خبراء متخصصين للوصول إلى القيمة الاستردادية ، وكذلك القيمة البيعية للوثيقة ، وهذا يتفق مع ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي من استحسان الاستعانة في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقًا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع (١) .

كما أن هذه البنود تم تخريجها شرعًا من خلال تعرضنا لإيرادات ومصروفات صناديق الاستثمار (٢) ، ويستثنى من ذلك ما استجد هنا من بنود ممثلة في إجمالي النقدية بالخزينة والبنوك ، وقيمة الأصول طويلة الأجل بعد خصم مجمع الإهلاك فضلًا عن حسابات البنوك الدائنة والمخصصات .

**ومن خلال التكييف الشرعي لهذه البنود يتبين الآتي :**

* بالنسبة لإجمالي النقدية بالبنوك : فإنه يشترط لجوازها شرعًا أن لا يتقاضى الصندوق عنها فائدة ثابتة وينطبق ذلك - أيضًا - على حسابات البنوك الدائنة فيشترط لجوازها شرعًا أن لا تتضمن قيمتها على أية فوائد ثابتة يتحملها الصندوق ؛ وذلك لأن الفائدة سواء كانت دائنة أو مدينة من قبيل الربا المحرم شرعًا .

* بالنسبة للأصول طويلة الأجل بعد خصم مجمع الإهلاك : فإنه لا غبار عليها من الناحية الشرعية ؛ حيث إن تبويب الأصول في الفكر الإسلامي إلى عروض أو أصول القنية غير المعدة للبيع وغير المرصودة للنماء كأصول رأسمالية ، أو ما يسمى بلغة العصر أصول ثابتة ، وإلى عروض أو أصول التجارة المعدة للبيع والمرصودة للنماء كأصول إيرادية ، أو ما يسمى أصول متداولة ، كل هذا قديم وراسخ في الفكر الإسلامي من عصر النبي ﷺ كما أن الفقه الإسلامي لا يمانع في اختيار طريقة الاستهلاك التي تتفق مع طبيعة الاستهلاك التي تعطي للمشروع أفضل النتائج من وجهة نظره والالتزام بها في الأعوام المتعاقبة ما لم تكن محسوبة على أساس سعر الفائدة الربوية المحرمة شرعًا .

---

(١) انظر الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ( ٥ ) منظمة المؤتمر الإسلامي ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ص٢١٦٣ - ٢١٦٤ .

(٢) انظر : د . شوقي إسماعيل شحاته ، نظرية المحاسبة المالية من منظور إسلامي ، الزهراء للإعلام العربي القاهرة الطبعة الأولى ١٤٠٧هـ = ١٩٨٧م ص٢٤١ - ٢٤٥ .

* بالنسبة للمخصصات كوسيلة من وسائل مواجهة الخسائر في المستقبل والمحافظة على سلامة وتدعيم رأس المال فضلًا عن تقوية المركز المالي للصندوق : يسري عليها ما يسري على الاحتياطات من كونها جائزة شرعًا [١] .

وبذلك يتبين أن التقويم التقديري في صناديق الاستثمار لا يقتصر على الربح القابل للتوزيع بل يمتد ليشمل تحديد القيمة الحقيقية لوثائق الاستثمار من خلال نصيب الوثيقة في صافي أصول الصندوق .

## ثامنًا : التكييف الشرعي لزكاة الاستثمارات في صناديق الاستثمار [٢]

المال هو قوام الحياة ؛ لذا حث الإسلام على استثماره وفقًا لمنهج الله في أرضه وحذر من اكتنازه وحبسه عن التداول ، وأساس ذلك قوله تعالى : ﴿ وَٱبْتَغِ فِيمَآ ءَاتَىٰكَ ٱللَّهُ ٱلدَّارَ ٱلْءَاخِرَةَ ۖ وَلَا تَنسَ نَصِيبَكَ مِنَ ٱلدُّنْيَا ۖ وَأَحْسِن كَمَآ أَحْسَنَ ٱللَّهُ إِلَيْكَ ۖ وَلَا تَبْغِ ٱلْفَسَادَ فِى ٱلْأَرْضِ ۖ إِنَّ ٱللَّهَ لَا يُحِبُّ ٱلْمُفْسِدِينَ ﴾ [٣] .

وقوله تعالى : ﴿ ءَامِنُوا۟ بِٱللَّهِ وَرَسُولِهِۦ وَأَنفِقُوا۟ مِمَّا جَعَلَكُم مُّسْتَخْلَفِينَ فِيهِ ۖ ﴾ [٤] .

وقوله تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓا۟ إِنَّ كَثِيرًا مِّنَ ٱلْأَحْبَارِ وَٱلرُّهْبَانِ لَيَأْكُلُونَ أَمْوَٰلَ ٱلنَّاسِ بِٱلْبَٰطِلِ وَيَصُدُّونَ عَن سَبِيلِ ٱللَّهِ ۗ وَٱلَّذِينَ يَكْنِزُونَ ٱلذَّهَبَ وَٱلْفِضَّةَ وَلَا يُنفِقُونَهَا فِى سَبِيلِ ٱللَّهِ فَبَشِّرْهُم بِعَذَابٍ أَلِيمٍ ﴿٣٤﴾ يَوْمَ يُحْمَىٰ عَلَيْهَا فِى نَارِ جَهَنَّمَ فَتُكْوَىٰ بِهَا جِبَاهُهُمْ وَجُنُوبُهُمْ وَظُهُورُهُمْ ۖ هَٰذَا مَا كَنَزْتُمْ لِأَنفُسِكُمْ

(١) انظر : المرجع السابق ص١٩١ - ١٩٥ وراجع الفصل الرابع ص٣٤٨ - ٣٥٢ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : سيد سابق فقه السنة ، مرجع سابق جـ١ ص٢٧٦ - ٣٤٧ . د . يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة دراسة مقارنة لأحكامها وفلسفتها في ضوء القرآن والسنة ، مؤسسة الرسالة بيروت الطبعة الرابعة والعشرون ١٤١٨هـ = ١٩٩٧م جـ١ ص١٦٣ - ١٦٦ ٣١٥ - ٣٣٩ ٤٥٨ - ٤٨٦ ٥٢١ - ٥٣٣ . يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد العام ، ستا برس للطباعة والنشر القاهرة الطبعة الأولى ١٤١٠هـ ١٩٩٠م ص٢٥٦ - ٣١٨ د . عبد الكريم صادق بركات د . عوف محمد الكفراوي الاقتصاد المالي الإسلامي دراسة مقارنة بالنظم الوضعية مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية بدون تاريخ نشر ص٢٨٩ - ٣٠٦ ص٤٨٣ - ٥١١ . د . حسين حسين شحاته ، محاسبة الزكاة مفهومًا ونظامًا وتطبيقًا دار التوزيع والنشر ( مكتبة الإعلام ) القاهرة ، دار الوفاء المنصورة ص١٥٥ - ١٦٧ ١٩٧ - ٢١٧ ٢٢٣ - ٢٣٥ . د . حسين حسين شحاته ، زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، بحث مقدم إلى ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل ، مركز صالح كامل ، جامعة الأزهر القاهرة السبت ١٣من ذي القعدة ١٤١٧هـ الموافق ٢٢ من مارس ١٩٩٧م ص٧٥ - ١٠٤ .

(٣) سورة القصص : ٧٧ .　(٤) سورة الحديد : ٧ .

فَذُوقُوا مَا كُنتُمْ تَكْنِزُونَ ﴾ (١) .

**والمال في اصطلاح الفقهاء يعني** : كل ما يمكن حيازته والانتفاع به انتفاعًا معتادًا (٢) .

**وينقسم المال وفقًا لأحكام الشريعة إلى نوعين : متقوم وغير متقوم .**

**والمال المتقوم** : هو المال الذي له قيمة ويضمنها متلفه عند اعتدائه عليه ويشترط في هذا المال حتى يكون متقومًا شرطين : أولهما : إحرازه وحيازته ، وثانيهما : جواز الانتفاع به .

**أما المال غير المتقوم** : فهو المال الذي لا يتوافر فيه أحد الشرطين السابقين ؛ كالسمك في ماء البحر ؛ فهو ليس في حيازة أحد ، وكذلك الخمر والخنزير في حق المسلم ؛ لعدم جواز المسلم الانتفاع بهما .

ومن خلال تعريف المال وفقًا لاصطلاح الفقهاء ؛ يتبين أن المال المقصود في الشريعة الإسلامية والذي يمكن الإنفاق منه هو المال المتقوَّم .

**وينقسم المال المتقوم إلى :**

( ١ ) **عقار** : ويعني ما لا يمكن نقله وتحويله من مكان إلى آخر .

( ٢ ) **منقول** : ويعني ما يمكن نقله من مكان إلى آخر أو تحويله من صورة إلى أخرى .

( ٣ ) **عروض** : وتعني الأموال المرصدة للتجارة وتنقسم إلى :

أ - **عروض قنية** : وتنقسم بدورها إلى :

**أولًا** - عروض قنية تقتنى أو تمتلك بغرض الانتفاع بها لذاتها أي لإشباع الحاجات الأصلية الشخصية وليس بغرض تحقيق إيراد ، ومثال ذلك : العقارات المبنية المخصصة للسكنى ، والسيارات المخصصة للركوب ... إلخ وهو ما يطلق عليه الأصول الثابتة .

**ثانيًا** - عروض قنية تقتنى أو تمتلك بغرض الاستغلال وتحقيق إيراد من وراء ذلك ومثال ذلك : العقارات المبنية ذات الإيراد ، وكذلك السيارات والآلات والمعدات ذات الإيراد ... إلخ ، وهو ما يطلق عليه - أيضًا - الأصول الثابتة .

ب - **عروض تجارة** : وهي العروض المعدة للبيع ؛ أي الأشياء موضوع التبادل والتقليب والتي تم شراؤها أو تصنيعها للتجارة فيها ، وهو ما يطلق عليه الأصول المتداولة

---

(١) سورة التوبة : ٣٤ - ٣٥ .

(٢) د . محمد مصطفى شلبي ، المدخل في التعريف بالفقه الإسلامي وقواعد الملكية والعقود فيه ، مرجع سابق ص٣٣٠ .

أو رأس المال العامل .

( ٤ ) **أثمان** : وهي التي تستخدم كوسيلة للقياس والتبادل مثل : الدراهم والدنانير وما في حكمها .

ولما كان المال مال الله والإنسان مستخلف فيه ؛ فقد فرض الله تعالى فريضة الزكاة على المسلم البالغ الحر العاقل المالك لنصابها المخصوص بشرائطه (١) طهرةً لهذه الأموال وتزكية لنفوس أصحابها وحقًّا لمستحقيها ، قال تعالى : ﴿ خُذْ مِنْ أَمْوَٰلِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِم بِهَا ﴾ (٢) .

وقال تعالى : ﴿ إِنَّمَا ٱلصَّدَقَٰتُ لِلْفُقَرَآءِ وَٱلْمَسَٰكِينِ وَٱلْعَٰمِلِينَ عَلَيْهَا وَٱلْمُؤَلَّفَةِ قُلُوبُهُمْ وَفِى ٱلرِّقَابِ وَٱلْغَٰرِمِينَ وَفِى سَبِيلِ ٱللَّهِ وَٱبْنِ ٱلسَّبِيلِ فَرِيضَةً مِّنَ ٱللَّهِ وَٱللَّهُ عَلِيمٌ حَكِيمٌ ﴾ (٣) .

**وفرضية الزكاة ثابتة بالكتاب والسنة والإجماع :**

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ وَٱلَّذِينَ فِىٓ أَمْوَٰلِهِمْ حَقٌّ مَّعْلُومٌ ۝٢٤ لِّلسَّآئِلِ وَٱلْمَحْرُومِ ﴾ (٤) .

وقوله تعالى : ﴿ وَأَقِيمُوا۟ ٱلصَّلَوٰةَ وَءَاتُوا۟ ٱلزَّكَوٰةَ وَٱرْكَعُوا۟ مَعَ ٱلرَّٰكِعِينَ ﴾ (٥) .

**ومن السنة** : عن ابن عمر ﷺ أن رسول الله ﷺ قال : « بني الإسلام على خمس : شهادة أن لا إله إلا الله وأن محمد رسول الله ، وإقام الصلاة ، وإيتاء الزكاة ، وصوم رمضان ، وحج البيت لمن استطاع إليه سبيلًا » (٦) .

وعن ابن عباس رضي الله عنهما أن النبي ﷺ بعث معاذ بن جبل إلى اليمن فقال : « ادْعُهُمْ إِلَى شَهَادَةِ أَنْ لاَ إِلَهَ إِلاَّ اللَّهُ وَأَنِّي رَسُولُ اللَّهِ ، فَإِنْ هُمْ أَطَاعُوا لِذَلِكَ ؛ فَأَعْلِمْهُمْ أَنَّ اللَّهَ قَدِ افْتَرَضَ عَلَيْهِمْ خَمْسَ صَلَوَاتٍ فِي كُلِّ يَوْمٍ وَلَيْلَةٍ ، فَإِنْ هُمْ أَطَاعُوا لِذَلِكَ ؛ فَأَعْلِمْهُمْ أَنَّ اللَّهَ افْتَرَضَ عَلَيْهِمْ صَدَقَةً فِي أَمْوَالِهِمْ تُؤْخَذُ مِنْ أَغْنِيَائِهِمْ وَتُرَدُّ عَلَى فُقَرَائِهِمْ » (٧) .

**أما الإجماع** : فقد اتفقت الأمة على فرضية الزكاة حتى صارت معلومة من الدين

---

(١) أجمع العلماء على وجوب الزكاة في مال المسلم العاقل ، واختلفوا في وجوبها في مال الصبي والمجنون ، ويرى جمهور الأمة من الصحابة والتابعين ومن بعدهم وجوبها في مال الصبي والمجنون ( انظر : د . يوسف القرضاوي فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ ص١٠٧ - ١١٩ ) .

(٢) سورة التوبة : ١٠٣ . (٣) سورة التوبة : ٦٠ .

(٤) سورة المعارج : ٢٤ - ٢٥ . (٥) سورة البقرة : ٤٣ .

(٦) العسقلاني ، فتح الباري بشرح صحيح البخاري ، مرجع سابق جـ١ ص٦٤ .

(٧) المرجع السابق جـ٣ ص٣٠٧ .

بالضرورة [١] .

**ويشترط في المال الذي تجب فيه الزكاة الشروط الآتية :**

١ – **الملكية التامة** : ويقصد بها الحيازة والتصرف والاختصاص الذي ناط اللّه تعالى به الإنسان .

٢ – **النماء أو القابلية للنماء** : أي أن يدر المال على صاحبه دخلًا أو إيرادًا أو أن يكون هو نفسه فضلًا وزيادة وإيرادًا جديدًا .

٣ – **بلوغ النصاب** : أي الحد الأدنى المقرر شرعًا لإخراج الزكاة ؛ فقد جاءت الأحاديث عن رسول اللّه ﷺ بإعفاء ما دون الخمس من الإبل والأربعين من الغنم فليس فيهما زكاة ، وكذلك ما دون مائتي درهم من النقود الفضية ( الورقية ) وما دون خمسة أوسق من الحبوب والثمار والحاصلات الزراعية [٢] .

٤ – **الفضل عن الحوائج الأصلية** : والحوائج الأصلية ممثلة في المأكل والمشرب والمأوى التي تدفع الهلاك عن الإنسان تحقيقًا ، ولا يتحقق الغنى الذي يصل به المسلم إلى بلوغ نصاب الزكاة إلا بتوفير تلك الحاجات ، كما أن النماء لا يتحقق إلا بعد ذلك .

٥ – **السلامة من الدين** : بأن يكون النصاب سالمًا من الدين ، فإذا كان المالك مدينًا بدين يستغرق أو ينقص نصاب الزكاة ؛ فإن الزكاة لا تجب فيه حيث إن حق صاحب الدين له أسبقية الأداء على حق مستحقي الزكاة ، كما أن المال في حقيقته هو مال صاحب الدين لا الذي بيده المال وصاحب الدين هو الذي عليه تزكيته ، وإذا قام المدين بتزكية دينه فهذا يعنى تزكية المال مرتين ، وهو يخالف ما رواه السائب بن يزيد من أن عثمان بن عفان ﷺ كان يقول : « من كان عليه دين فليؤد دينه حتى تحصل أموالكم فتؤدون منها الزكاة » [٣] .

٦ – **حولان الحول** : بأن يمر على الملك في ملك المالك اثنا عشر شهرًا عربيًّا .

وهذا الشرط إنما هو بالنسبة للأنعام والنقود والسلع التجارية وهو ما يمكن أن يدخل تحت اسم زكاة رأس المال أما الزروع والثمار والعسل والمستخرج من المعادن والكنوز

---

(١) كتاب الصيام والزكاة والحج من الفقه على المذاهب الأربعة ، رسالة الإمام وزارة الأوقاف والمجلس الأعلى للشؤون الإسلامية القاهرة شوال ١٤٠٩هـ = يوليو ١٩٧٦م ص٥٧ .

(٢) انظر : د . يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ ص١٤٩ .

(٣) الإمام مالك بن أنس ، الموطأ مرجع سابق جـ١ ص٢٥٣ .

ونحوها فلا يشترط لها حول ، وهو ما يمكن أن يدخل تحت اسم زكاة الدخل [١] .

وبالنظر إلى استثمارات الأموال في صناديق الاستثمار يتضح أن هذه الصناديق تتجه بالجزء الأكبر من استثماراتها للاستثمار في الأوراق المالية بالإضافة إلى الاستثمار في الودائع في البنوك ، كما أنه يجوز لها الاستثمار المباشر في مجالات أخرى كالمتاجرة في السلع والخدمات بالبيع والشراء عن طريق الاتجار المباشر والمرابحة والبيع الآجل والسَّلَم فضلًا عن الاستصناع والإجارة وغيرها .

**وبالنظر الفقهي إلى زكاة المال على هذه الاستثمارات يتبين الآتي :**

**أ - زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية :**

تعتبر الأوراق المالية من زمرة عروض التجارة والتي توظف بقصد الكسب وتحقيق النماء ، وقد تكون في صورة أسهم وسندات ، أو أذون خزانة ، أو صكوك ، وما في حكم ذلك [٢] .

**ويعنى الفقهاء بعروض التجارة** : كل ما عدا النقدين مما يعد للتجارة من المال على اختلاف أنواعه مما يشمل : الآلات والأمتعة والثياب والمأكولات والحلي والجواهر والحيوانات والنباتات والأرض والدور وغيرها من العقارات والمنقولات [٣] .

**فعروض التجارة تتمثل في** : الأشياء المعروضة للبيع والشراء بنية التجارة فيها لغرض الكسب .

**وأهم ما يفرق عروض التجارة عن عروض القنية** : هو النية والغرض ، وليس الغرض ذاته ، فعلى سبيل المثال : يمكن اعتبار الأنعام من عروض التجارة إذا كانت نية مالكها هو تقليبها بالبيع والشراء بغرض الكسب ، كما يمكن اعتبار تلك الأنعام من عروض القنية إذا كانت نية مالكها هو استخدامها في الحرث والري والنقل إلى غير ذلك .

**ومن ناحية أخرى** : يلزم ممارسة التجارة بالفعل ، وبذلك تلتحم النية والغرض مع الممارسة العملية [٤] .

**والزكاة في عروض التجارة واجبة بالكتاب والسنة والإجماع .**

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ يَـٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓاْ أَنفِقُواْ مِن طَيِّبَـٰتِ مَا كَسَبْتُمْ ﴾ [٥] .

---

(١) انظر : د . يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ ص١٦١ .

(٢) د . حسين حسين شحاته زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٧٩ .

(٣) انظر : د . يوسف القرضاوي ،فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ ص٣١٣ - ٣١٤ .

(٤) د . حسين حسين شحاته ، محاسبة الزكاة مفهومًا ونظامًا وتطبيقًا ، مرجع سابق ص٢٠٠ - ٢٠١ .

(٥) سورة البقرة : ٢٦٧ .

قال ابن كثير : قال مجاهد : ﴿ مِن طَيِّبَٰتِ مَا كَسَبْتُمْ ﴾ يعني التجارة بتيسيره إياها لهم » (١) .

**ومن السنة** : عن سمرة بن جندب ﷺ قال : « إن رسول الله ﷺ كان يأمرنا أن نخرج الصدقة من الذي نعد للبيع » (٢) .

**أما الإجماع** : فهو ظاهر من قول ابن المنذر : « أجمع عامة أهل العلم على وجوب زكاة التجارة » (٣) .

**وبالنظر إلى الأوراق المالية نجد أن الحكم الفقهي والأساس المحاسبي زكاة المال عليها يختلف حسب الغرض من الاقتناء كما يلي :**

**١ - زكاة الأسهم :**

الاستثمار في الأسهم بشروطها الشرعية قد يكون بغرض التجارة ، وقد يكون بغرض در الدخل ويختلف التكييف الفقهي لزكاة صناديق الاستثمار وفقًا للغرض من الاستثمار في الأسهم ، فقد جاء في مؤتمر الزكاة الأول المنعقد في الكويت عام ١٤٠١هـ = ١٩٨١م بخصوص ذلك ما يلي : -

- إذا قامت الشركة بتزكية أموالها فلا تجب على المساهم إخراج زكاة أخرى عن أسهمه منعًا للازدواج ...

أما إذا لم تقم الشركة بإخراج الزكاة ؛ فإنه يجب على مالك السهم تزكية أسهمه ... تبعًا لإحدى الحالتين التاليتين : -

- يزكى مالك السهم على النحو التالي : -

**الحالة الأولى** : أن يكون قد اتخذ أسهمه للمتاجرة بها بيعًا وشراءً فالزكاة الواجبة فيها هي إخراج ربع العشر ( ٢,٥٪ ) من القيمة السوقية بسعر يوم وجوب الزكاة كسائر عروض التجارة .

**الحالة الثانية** : أن يكون قد اتخذ الأسهم للاستفادة من ريعها السنوي فزكاتها كما يلي :

أ - إن أمكنه أن يعرف عن طريق الشركة أو غيرها مقدار ما يخص السهم من الموجودات الزكوية للشركة فإنه يخرج زكاة أسهمه بنسبة ربع العشر ( ٢,٥٪ ) .

---

(١) ابن كثير ، تفسير القرآن العظيم ، مرجع سابق جـ١ ص٣٢٠ .

(٢) أبو داود ، سنن أبي داود ، مرجع سابق جـ١ص٩٧ .

(٣) النووي ، المجموع شرح المهذب ، مرجع سابق جـ٦ ص٤١ .

ب - وإن لم يعرف ؛ فقد تعددت الآراء في ذلك : فيرى الأكثرية : أن مالك السهم يضم ريعه إلى سائر أمواله من حيث الحول والنصاب ويخرج منها ربع العشر ( ٢,٥٪ ) وتبرأ ذمته بذلك .

ويرى آخرون : إخراج العشر ( ١٠٪ ) من الربح فور قبضه قياسًا على غلة الأرض الزراعية » [١] .

ومن هذه الفتوى يتبين أن السهم يخضع للزكاة ويقوم على أساس القيمة السوقية إذا كان الغرض من اقتنائه هو البيع والشراء أما إذا كان الغرض من الاقتناء هو الربح فيخضع ذلك الربح للزكاة على أساس ( ٢,٥٪ ) من صافي الربح ، وهذا الرأي أولى بالترجيح والاعتبار [٢] .

ويسري هذا الحكم - أيضًا - على الأوراق المالية الإسلامية الأخرى ؛ كسندات المقارضة ، وصكوك الاستثمار ، ووثائق الاستثمار وغيرها .

**ب - زكاة السندات :**

لما كانت السندات قرضًا بفائدة فإنها من قبيل الربا المحرم شرعًا .

وحظر الفائدة لا يكون سببًا لإعفاء صاحب السند من الزكاة ؛ لأن ارتكاب الحرام لا يعطى صاحبه ميزة على غيره [٣] .

وبالنظر للتكييف الشرعي للسندات بفائدة يتضح أنها يطبق عليها ما يطبق على زكاة الدين المرجو الأداء أي الذي على مقر موسر لما للسندات من طبيعة خاصة بسبب ضمان تحصيلها فضلًا عن سهولة التصرف فيها في سوق الأوراق المالية .

ويرى جمهور الفقهاء وجوب تزكية الدين المرجو كل عام ؛ لأنه بمنزلة ما في اليد [٤] .

وعلى ذلك تزكى السندات في كل حول على أساس قيمتها الدفترية الاسمية بنسبة ربع العشر سنويًا .

أما فوائد السندات : فيتم التخلص منها في وجوه الخير وليس بنية التصدق ؛ حيث

---

(١) أبحاث وأعمال مؤتمر الزكاة الأول بيت الزكاة ، الكويت ٢٩رجب - ١شعبان ١٤٠٤هـ = ٣٠ أبريل - ٢مايو ١٩٩٤م ص٤٤٢-٤٤١ .

(٢) انظر : د . حسين حسين شحاته ، زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٨١ - ٨٢ .

(٣) د . يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ ص٥٢٧ .

(٤) انظر : المرجع السابق جـ١ ص٥٢٧ .

تعتبر فوائد السندات من الأموال الخبيثة التي لا تزكى ، ودليل ذلك قوله تعالى : ﴿ يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ ءَامَنُوٓاْ أَنفِقُواْ مِن طَيِّبَٰتِ مَا كَسَبۡتُمۡ ﴾ (١) . ومن السنة قوله ﷺ : « إن اللَّه تعالى طيب لا يقبل إلا طيبًا » (٢) .

ويسري هذا الحكم – أيضًا – على الأوراق المالية التي تأخذ حكم السندات كأذون الخزانة وصكوك التمويل وغيرها .

كما يسري هذا الحكم على بيوع الآجال : من مرابحة ، وبيع آجل ، وبيع سلم ؛ إذا كانت ديونًا مرجوة التحصيل .

أما إذا كانت غير مرجوة التحصيل بأن كانت على معسر لا يرجو يساره ، أو على جاحد ولا بينة عليه ؛ ففيه مذاهب :

**الأول** : أن يزكى الدين إذا قبضه لما مضى من السنين وهو مذهب علي وابن عباس .

**والثاني** : أن يزكيه إذا قبضه لسنة واحدة وهو مذهب الحسن وعمر بن عبد العزيز ومالك .

**الثالث** : أنه لا زكاة عليه لشيء مما مضى من السنين ولا زكاة سنته – أيضًا – فهو كالمال المستفاد يستأنف صاحبه به الحول ، وهو مذهب أبو حنيفة وصاحبيه وهذا الرأي أولى بالترجيح والاعتبار (٣) .

### ب - زكاة الاستصناع :

قد يقوم البنك بصناعة سلع معينة وبيعها أو بالتعاقد مع بعض الصناع لصناعة سلع معينة من أجل بيعها .

وفي كلتا الحالتين يسرى على عقود الاستصناع ما يسري على زكاة عروض التجارة ؛ فالصانع حكمه حكم التاجر المدير؛ لأنه يصنع ويبيع أو يعرض ما صنعه للبيع ، فيقوم كل عام ما بيده من السلع ويضيف القيمة إلى ما بيده من الناض ويزكى الجميع إن بلغ نصابًا (٤) .

وعلى ذلك لا تدخل قيمة الأصول الثابتة عند حساب وعاء الزكاة ، وتجب الزكاة

---

(١) سورة البقرة : ٢٦٧ .

(٢) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي مرجع سابق جـ٧ ص١٠٠ . وانظر : د . عبد الستار أبو غدة د .حسين حسين شحاته ، فقه ومحاسبة الزكاة للأفراد والشركات ، بيت الزكاة الكويت ١٤١٦هـ = ١٩٩٦م ص٦٥ .

(٣) انظر : د . يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ ص١٣٦ - ١٣٨ .

(٤) انظر : شمس الدين محمد عرفة الدسوقي ، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير ، دار إحياء الكتب العربية عيس البابي الحلبي وشركاه القاهرة بدون تاريخ نشر جـ١ ص٤٧٤ .

في صافي رأس المال المتداول إن وجد مضافًا إليه صافي الغلة والمال المستفاد ، وذلك عند توافر النصاب وحولان الحول ومقدار الزكاة يكون ( ٢,٥٪ ) [١] .

**ج - زكاة الإجارة :**

قد تقوم صناديق الاستثمار ببناء عقارات وتأجيرها ، أو شراء طائرات وسيارات وآلات وغيرها من الأصول الثابتة وتأجيرها - أيضًا - مقابل الحصول على إيراد من جراء هذا التأجير .

ويدخل هذا التأجير تحت عروض القنية التي تقتنى أو تمتلك بغرض الاستغلال وتحقيق إيراد من وراء ذلك .

**وقد اختلف الفقهاء في وجوب الزكاة في هذه العروض** : فمنهم من رأي عدم خضوعها لزكاة المال .

بينما يرى الفريق الآخر أن هذه العروض تجب فيها الزكاة وفقًا لمبدأ عمومية الأموال التي تجب فيها الزكاة ومبدأ النماء وأطلق على زكاتها اسم زكاة المستغلات .

**ورغم رجحان رأي الفريق الثاني إلا أنهم اختلفوا في كيفية تزكية هذه الأموال إلى آراء ثلاثة : -**

**الأول** : أن تزكى زكاة التجارة باعتبارها مالًا كمال التجارة وذلك بتقويمها كل حول وإخراج ربع عشرها .

**الثاني** : أن تزكى غلتها زكاة الزروع والثمار قياسًا على الأرض الزراعية بإخراج عشرها عند معرفة صافي الغلات بعد التكاليف وإخراج نصف عشرها إذا لم يمكن معرفة صافي الغلات بعد التكاليف .

**الثالث** : أن تزكى غلتها زكاة النقود عند القبض بإخراج ربع عشرها باعتبارها مالًا مستفادا وهذا الرأي أولى بالترجيح والاعتبار [٢] .

فالواقع أن الإيجار والأجور التي يحصل عليها صندوق الاستثمار نتيجة تأجير أي شيء يملكه وأيضًا نتيجة تقديم خدمات للمكتتبين نظير أجره هذه الإيرادات هي التي تزيد في نهاية الحول عن النصاب مع باقي الثروة التي يملكها وهي التي تحسب عليها

---

(١) د . حسين شحاته ، محاسبة الزكاة ، مرجع سابق ص٢١٨ .

(٢) انظر : سيد سابق ، فقه السنة ، مرجع سابق جـ١ ص٢٩١ يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد العام ، مرجع سابق ص٢٨٢ - ٢٨٩ .

زكاة الأموال العامة ٢,٥٪ بنص حديث رسول الله ﷺ « هاتوا ربع العشر » (١) .

## د - زكاة النقدية بالخزينة والبنوك :

النقود بالخزينة والبنوك التي حال عليها الحول وبلغت نصابًا مع بقية ثروة الصندوق ينطبق عليها زكاة النقود ، سواء كانت النقود بالبنوك في صورة حسابات جارية ، أو ادخارية ، وتخضع للزكاة على أساس ربع العشر من أصل النقدية بالخزينة والبنوك بالإضافة إلى عائدها الشرعي لو كانت في صورة حسابات ادخارية شرعية في المصارف الإسلامية .

أما الفوائد الربوية المترتبة على الأصل والناشئة عن الحسابات الادخارية في المصارف الربوية : فإنها لا تزكى لكونها مال خبيث وحكمها حكم فوائد السندات ويتم التخلص منها في وجوه الخير والمصالح العامة وليس بنية التصدق .

**وزكاة النقود مشروعة بالكتاب ، والسنة ، والإجماع :**

**فمن الكتاب** : قوله تعالى : ﴿ وَٱلَّذِينَ يَكْنِزُونَ ٱلذَّهَبَ وَٱلْفِضَّةَ وَلَا يُنفِقُونَهَا فِى سَبِيلِ ٱللَّهِ فَبَشِّرْهُم بِعَذَابٍ أَلِيمٍ ﴾ (٢) .

**ومن السنة** : عن أبي هريرة ﷺ قال : قال رسول الله ﷺ : « مَا مِنْ صَاحِبِ ذَهَبٍ وَلاَ فِضَّةٍ لاَ يُؤَدِّي مِنْهَا حَقَّهَا إِلَّا إِذَا كَانَ يَوْمُ الْقِيَامَةِ صُفِّحَتْ لَهُ صَفَائِحَ مِنْ نَارٍ فَأُحْمِيَ عَلَيْهَا فِي نَارِ جَهَنَّمَ فَيُكْوَى بِهَا جَنْبُهُ وَجَبِينُهُ وَظَهْرُهُ ، كُلَّمَا بَرَدَتْ أُعِيدَتْ لَهُ فِي يَوْمٍ كَانَ مِقْدَارُهُ خَمْسِينَ أَلْفَ سَنَةٍ حَتَّى يُقْضَى بَيْنَ الْعِبَادِ فَيَرَى سَبِيلَهُ إِمَّا إِلَى الْجَنَّةِ وَإِمَّا إِلَى النَّارِ » (٣) .

**وأما الإجماع** : فقد اتفق المسلمون في كل العصور على وجوب الزكاة في النقدين (٤) .

**وهكذا يتبين من خلال العرض السابق أن أموال صناديق الاستثمار تخضع في مجملها لنوعين من الزكاة هما : زكاة العروض ، وزكاة النقود بنسبة ( ٢,٥٪ ) من وعاء الزكاة .**

**ووعاء الزكاة في الصناديق يتمثل في** : صافي رأس المال العامل الذي تتضمنه قائمة المركز المالي للصندوق ، بالإضافة إلى صافي الربح الذي تتضمنه قائمة الدخل في الصندوق (٥) .

مع ملاحظة أن مبدأ الخلطة المطبق في زكاة الأنعام يتم تطبيقه على صناديق الاستثمار عند

(١) ابن ماجه ، سنن بن ماجه ، مرجع سابق جـ١ ص٥٧٠ وانظر : يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد العام ، مرجع سابق ٢٨٩ .

(٢) سورة التوبة : ٣٤ .

(٣) النووي ، صحيح مسلم بشرح النووي ، مرجع سابق جـ٢ص٦٤ .

(٤) انظر : د . يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ص٢٤٢ .

(٥) انظر : د . يوسف كمال محمد ، فقه الاقتصاد العام ، مرجع سابق جـ١ص٢٣٧ - ٢٣٩ .

احتساب الزكاة ، فيتم النظر إلى أموال المكتتبين في الصندوق من مؤسسين ومستثمرين كأنها مال شخص واحد من حيث النصاب والحول باعتبار أن الصندوق ذو ذمة مالية مستقلة [١] .

والنصاب يقدر بما يعادل مائتي درهم من الفضة أو خمسة وثمانون جرامًا من الذهب ، أما الحول فيمثل اثنا عشر شهرًا هجريًا وهو غالبًا نهاية السنة المالية للصندوق .

وتأسيسًا على ما سبق ؛ فإنه يجب أن ينص في النظام الأساس للصندوق أو من خلال نشرة الاكتتاب على قيام الصندوق بحساب الزكاة وخصمها ، وهذا ما أقره مؤتمر الزكاة الأول المنعقد بالكويت سنة ( ١٤٠٤هـ = ١٩٨٤م ) في فتواه عن الزكاة على الشركات المساهمة حيث جاء فيها :

« تربط الزكاة على الشركات المساهمة نفسها لكونها شخصًا اعتباريًا وذلك في الحالات الآتية :

١ - صدور نص قانوني ملزم بتزكية أموالها .

٢ - أن يتضمن النظام الأساسي ذلك .

٣ - صدور قرار الجمعية للشركة بذلك .

٤ - رضا المساهمين شخصيًا » [٢] .

هذا ومن الجدير بالذكر أنه بالنظر إلى صناديق الاستثمار في مصر يتبين أن قانون سوق المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية ، وكذلك نشرات اكتتاب هذه الصناديق ؛ لم تشر من قريب أو بعيد إلى تطبيق الزكاة فيها .

**ونخلص من خلال هذا المبحث** : أنه بالتعرض للتكييف الفقهي لصناديق الاستثمار في مصر يتبين : أن فيها ما يتفق مع القواعد الشرعية ، وفيها ما يخالفها .

وهذا ما نسعى إلى عرضه في الفصل القادم من خلال وضع نموذج لصندوق استثمار إسلامي في البنوك الإسلامية يلتزم بالقواعد الشرعية فيأتمر بأوامرها وينتهي بنواهيها .

﴿ صِبْغَةَ ٱللَّهِ وَمَنْ أَحْسَنُ مِنَ ٱللَّهِ صِبْغَةً ﴾ [٣] .

* * *

---

(١) انظر : د . يوسف القرضاوي ، فقه الزكاة ، مرجع سابق جـ١ص٢١٧ - ٢٢١ د . حسين شحاته ، زكاة الاستثمارات في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص٩٣ .

(٢) أبحاث وأعمال مؤتمر الزكاة الأول بيت الزكاة ، الكويت ١٤٠٤هـ١٩٨٤ ، مرجع سابق ص٤٤١ .

(٣) سورة البقرة : ١٣٨ .

# صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية
## بين النظرية والتطبيق




## تصور مقترح من منظور إسلامي لإنشاء صناديق استثمار في البنوك الإسلامية

( ويضم تمهيدًا ، ومبحثين )

**تمهيد**

**المبحث الأول** : المضاربة في الشريعة الإسلامية .

**المبحث الثاني** : نموذج مقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية .

* * *





## تمهيد

من خلال تعرضنا لصناديق الاستثمار في مصر والمنشأة بقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م يتبين أن هذه الصناديق تتفق مع قواعد الفقه الإسلامي في أغلب أنشطتها ، ولكن يؤخذ على هذه الصناديق وتشريعاتها بعض المآخذ والتي من أهمها : -

١ - تركيز الصناديق على الاستثمار في الأوراق المالية دون غيرها من مجالات الاستثمار الأخرى في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة .

٢ - صناديق الاستثمار تستثمر جزءًا من أموالها بأساليب استثمارية غير شرعية سواء في سوق النقد ؛ كالاستثمار في أذون الخزانة ، والودائع البنكية المحددة الفائدة . أو في سوق الأوراق المالية ؛ كالسندات وصكوك التمويل المحددة الفائدة - أيضًا - وكل هذا من قبيل الربا المنهي عنه شرعًا .

كما أن هذه الصناديق لا تتورع أن تتجه باستثماراتها إلى الاستثمار في أوراق مالية لشركات تتعامل في المحرمات سواء بالربا أخذًا أو عطاءً أو في أنشطة يحرمها الإسلام ما دام ذلك يحقق هدفها في تحقيق أرباح .

٣ - سماح القانون للصناديق بالاقتراض من الغير بما لا يجاوز ( ١٠٪ ) من قيمة وثائق الاستثمار القائمة قرضًا قصير الأجل بعد موافقة البنك الذي يحتفظ لديه الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها ، وهذا الاقتراض يكون بفائدة محددة مما يعتبر من قبيل الربا المحرم شرعًا .

كما أن القانون سمح للصناديق بإصدار وثائق لحاملها ، وهذا النوع من الوثائق غير جائز شرعًا ؛ لما فيه من الجهالة والغرر .

٤ - العلاقة الشرعية بين أطراف التعاقد في صناديق الاستثمار يكتنفها بعض الغموض وعدم الوضوح الكامل عند التكييف الشرعي لها فالصندوق يتلقى أموال المستثمرين ويساهم مؤسسيه في رأس ماله ، ومع ذلك فليس لمؤسسيه أو مستثمريه إدارة الصندوق بل يقوم بالإدارة طرف ثالث وهو مدير الاستثمار ومع ذلك يكون البنك أو شركة التأمين مسئولًا عن سوء إدارة مدير الاستثمار التي تلحق الضرر بالصندوق ؛

وذلك بصفتهم المؤسسين لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين بحسب الأحوال .

٥ - قصر إدارة الصناديق على مدير الاستثمار للاستفادة من خبرته يحول دون قيام البنوك بدورها وبخاصة في ظل مفهوم البنوك الشاملة التي تهتم بالأعمال خارج الميزانية ؛ حيث يمكن للبنوك الاستعانة بخبراتها إلى جانب الخبرات من خارج البنك دون نص قانوني ملزم بالاعتماد على مدير استثمار من خارج البنك ، كما أن الواقع العملي يثبت أن مؤسسي الصندوق هم أول من يبحثون جاهدين عن نموه وتحقيقه لأرباح ، محققين بذلك ما يسعون إليه من أهداف .

٦ - مدير الاستثمار يحصل على أجر ثابت يمثل نسبة ليست هينة من صافي أصول الصندوق ، بغض النظر عن تحقيق الصندوق لأرباح أو عدم تحقيقها من عدمه ، مما يحول بين مدير الاستثمار والحافز الإيجابي .

٧ - يمثل جزء من أتعاب مدير الاستثمار نسبةً من صافي الربح كربح تحفيزي وهذا الأمر غير جائز شرعًا ؛ فلا يجوز أن يكون الأجر جزءًا من ناتج العمل على رأي جمهور الفقهاء ، وإن كان ابن قدامة ذكر صورًا قريبة من هذه الصورة وينطبق ذلك - أيضًا - على أتعاب البنك التي تمثل نسبة من صافي ربح الصندوق .

٨ - ألزم القانون صناديق الاستثمار بالاحتفاظ بنسبة ( ٥٠٪ ) من صافي الزيادة في القيمة السوقية للأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها عند إعداد القوائم المالية كاحتياطي رأسمالي مما يعنى أن ( ٥٠٪ ) من الأرباح على الأقل غير محققة ، وتوزيعها يخالف ما عليه الفقه الإسلامي من كون الربح لا يوزع شرعًا إلا بعد ظهوره ( أي بالبيع الفعلي أو قسمته ) .

وإذا كانت هذه المآخذ تؤخذ على صناديق الاستثمار في مصر وتشريعاتها ؛ فإنه يؤخذ على البنوك الإسلامية وقوفها عند نوعية محددة من الأوعية الادخارية وعدم استغلالها حاجة المستثمرين لحاجات متنوعة من الأوعية الادخارية .

كما يؤخذ عليها اتجاهها باستثماراتها إلى الاستثمار قصير الأجل عن طريق المرابحة بصفة خاصة ، مما أدى بهذه البنوك إلى عدم نجاحها بالقدر المأمول في المساهمة في عملية التنمية في الدول الإسلامية وفقًا لما حددته من هدفي تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

إن البنوك الإسلامية - للأسف الشديد - وقفت على وظيفتها التقليدية ، مما جعلها تواجه تحديات كبيرة فرضتها التطورات الحديثة التي طرأت على الوظيفة المصرفية وبخاصة في ظل حرية التجارة ، وفي نفس الوقت لجأت البنوك التقليدية إلى ابتكار

وسائل جديدة لجذب مدخرات العملاء ونوعت من عملياتها وخدماتها وبخاصة البنوك الأجنبية .

من أجل ذلك ، فإن البنوك الإسلامية أصبحت اليوم أكثر من أي وقت مضى في حاجة إلى تقديم خدمات أكثر تطورًا تلمس حاجات أساسية ملحة للعملاء بطرح مجالات جديدة وبدائل واختيارات متنوعة لإدارة أموال العملاء حتى يمكنها مواجهة المنافسة المصرفية الشرسة في عقر دارها فضلًا عن الأسواق الخارجية .

**ومن هذه البدائل** : صناديق الاستثمار الإسلامية التي سيؤدى وجودها إلى تعدد الخيارات الادخارية أمام المستثمرين ، وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان قصيرًا أو متوسطًا أو طويل الأجل وفقًا لاحتياجاته ، كما سيؤدي بالمصارف الإسلامية إلى استيعاب ظاهرة التمويل قصير الأجل بالمواءمة بين مدخلات الأموال ومخرجاتها مما يعظم من ربحيتها .

ونظرًا لأن صناديق الاستثمار تهدف إلى الاستثمار الجماعي للمدخرات بواسطة إدارة محترفة ذات خبرة ، فإن الصيغة المثلي للربط بين المدخرين والمؤسسين للصندوق هي المضاربة الشرعية ؛ حيث إنها تقوم على الجمع بين المال والخبرة في استثمار الأموال وهو ما تقوم عليه بالفعل صناديق الاستثمار .

ومن خلال هذا الفصل نتعرض لمشروع إنشاء صناديق استثمار إسلامية في البنوك الإسلامية من خلال التعرض للمضاربة الشرعية ، والتي من خلالها نسعى إلى وضع نموذج إسلامي لصناديق الاستثمار يمكن أن تسير على نهجه البنوك الإسلامية . وينقسم بذلك هذا الفصل إلى المبحثين التاليين :

**المبحث الأول : المضاربة في الشريعة الإسلامية .**

**المبحث الثاني : نموذج مقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية .**

* * *

## المبحث الأول المضاربة في الشريعة الإسلامية

المضاربة عقد من عقود الاستثمار لاستثمار الأموال بعيدًا عن الربا الذي حرمه اللّٰه تعالى ، وفي أحكامها وقواعدها ما يحقق التكامل والتعاون بين أرباب الأموال والخبراء في مناهج الاستثمار الحلال .

**ومن خلال هذا المبحث نتعرض للمضاربة من خلال مفهومها ومشروعيتها وأركانها وضمانها وانتهائها فيما يلي :**

### أولًا : مفهوم المضاربة ومشروعيتها

**المضاربة في اصطلاح الفقهاء :** تعني دفع المال إلى من يتجر فيه بجزء من ربحه [(١)] . فهي تمثل اتفاقًا يقوم بموجبه من يملك المال بدفع ماله إلى من يملك الخبرة؛ لاستثمار هذا المال وفقًا للضوابط الشرعية .

وهي بذلك تختلف عن المضاربة في عرف رجال الاقتصاد الوضعي ؛ إذ يريدون بها المقامرة في الأسواق والعمل على رفع سعر السلعة وانخفاضه وذلك يختلف تمامًا عن مقصود الشريعة الإسلامية التي تعتبر المضاربة شركة بين المال والعمل .

والمضاربة مشروعة بالكتاب والسنة والإجماع والمعقول [(٢)] .

### ثانيًا : أركان المضاربة

**للمضاربة أركان خمسة لا تصح بدونها وتتمثل فيما يلي :**

**١ - العاقدان [(٣)] :**

العاقدان في المضاربة هما رب المال من ناحية ورب العمل من ناحية أخرى ، وهما كالوكيل والموكل ، وقد اشترط الفقهاء أهلية التوكيل في رب المال ، وأهلية التوكل في المضارب ، والمراد أهلية التصرف في الأموال .

---

(١ ، ٢) انظر المبحث الثاني من الفصل الرابع .

(٣) انظر : ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٤٣ . الخطيب مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص ٣١٤ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٥٩٣ .

وعلى ذلك : فإنه لا تصح المضاربة لو كان أحد المتعاقدين محجورًا عليه لصغر أو سفه أو جنون وتصح منْ وَليهم .

ولا يشترط إسلام المتعاقدين أو أحدهما لصحة المضاربة ؛ بل يكفي أن تتحقق الرقابة على أعمال المضاربة من قبل المسلم حتى يضمن سلامة هذه الأعمال من الربا والريبة (١) .

ويجوز باتفاق عامة الفقهاء أن يتعدد رب المال ، وأن يتعدد المضارب في عقد المضاربة ، على أن يتم تعيين حصة كل منهم في الربح ؛ لأنه عقد على منفعة فصحَّ مع الواحد والجماعة كالوكالة والإجارة (٢) .

## ٢ - الصيغة :

وتتضمن الإيجاب والقبول ، وتنعقد المضاربة بلفظ القراض ؛ لأنه لفظ موضوع له في لغة أهل الحجاز ، وبلفظ المضاربة ؛ لأنه لفظ موضوع له في لغة أهل العراق ، كما تنعقد بما يدل على معناها ؛ لأن المقصود هو المعنى فجاز بكل ما يدل عليه (٣) .

## ٣ - رأس المال :

**اشترط الفقهاء لرأس مال المضاربة شروطًا لا يصح العقد بدونها وتتمثل فيما يلي :**

**أ - أن يكون رأس المال نقدًا** (٤) : أجمع الفقهاء على أن يكون رأس مال المضاربة من الأثمان ( الدراهم والدنانير ) واختلفوا في العروض ؛ فيرى الأحناف والحنابلة - في رواية - عدم جواز المضاربة بالعروض ؛ لما في ذلك من الغرر والجهالة حيث يتم بيع العروض ، وهي تساوي قيمة معينة وترد وهي تساوى قيمة غيرها ، فيكون رأس المال والربح مجهولًا .

---

(١) انظر المبحث الثاني من الفصل الرابع .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : د . عبد العزيز الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق جـ٢ ص٦٠ - ٦١ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٥ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص٢٤٩ - ٢٥٥ ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٣٥ - ٣٦ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٢٦ - ٢٧ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٥٩٤ . الخطيب مغنى المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٣ - ٣١٤ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٣ ص٣١٠ . الكاساني بدائع الصنائع . مرجع سابق نفس الموضع . ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص١٦ - ١٨ . ابن رشد بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص٢٨٥ - ٢٨٦ . د . عبد العزيز الخياط الشركات في الشريعة الإسلامية ، مرجع سابق ص ١٠٨- ١١٥ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٣٣ - ٣٤ ص١٦٩ - ١٧٥ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١٠٦ - ١٠٩ .

ويرى الشافعية جواز المضاربة بالمثليات كالمكيلات والموزونات من الأطعمة دون غيرها من العروض ؛ لأن المثليات تشبه النقود ، فيرجع عند المفاضلة بمثلها ، ولأنها إذا اختلطت بجنسها يرتفع التمييز فيتحقق الخلط الكامل الذي هو شرط الشركة في الأموال .

ويرى المالكية والحنابلة - في رواية أخرى - جواز المضاربة بالعروض دون تمييز بين ما هو مثلي وما هو قيمي على أن تتم تقويم العروض عند العقد وتجعل قيمتها المتفق عليها رأس مال المضاربة وما زاد على ذلك إذا بيعت يعتبر ربحًا ، وبهذا ينتفي الغرر ، ويصبح المال والربح لا جهالة فيه .

**ومن هذه الآراء يتبين** : أن رأي الجمهور أولي بالاتباع ، ولكن نظرًا لاتساع المعاملات وحاجة الناس إلى الشركة في العروض من السلع والأشياء العينية والمعنوية ، فلا بأس من أن يكون رأس مال المضاربة من العروض وفقًا لحاجة الناس إلى ذلك ؛ أخذًا برأي المالكية .

**ب - أن يكون رأس المال عينًا لا دينًا** (١) : اتفق الفقهاء على أن يكون رأس مال المضاربة عينًا لا دينًا في ذمة المضارب ، فلو كان لرجل على رجل دين ؛ لم يجز أن يعطيه له مضاربة قبل أن يقبضه .

وعلى ذلك فلو قال رب المال للمضارب ضارب بالدين الذي عليك ؛ لم يصح ، والمضاربة فاسدة في قول الأحناف والمالكية والشافعية والحنابلة - في رواية تمثل ظاهر مذهبهم - والعلة في ذلك عند الأحناف والشافعية : هو أن ما في الذمة لا يتحول ويعود أمانة ، وعند المالكية : هو مخافة أن يكون أحدهما أعسر بماله ، فهو يريد أن يؤخره عنه على أن يزيد فيه فيكون الربا المنهي عنه ، وعند الحنابلة - في ظاهر مذهبهم - : هو أن المال الذي في يدي من عليه الدين له وإنما يصير لغريمه بقبضه ولم يوجد القبض ههنا .

ويرى بعض الحنابلة جواز المضاربة بالدين ، وحجتهم في ذلك : أنه إذا اشترى المضارب شيئًا للمضاربة فقد اشتراه بإذن رب المال ودفع الدين إلى من أذن له في دفعه فتبرأ ذمته منه ويصير كما لو دفع إليه عرضًا وقال : بعه وضارب بثمنه .

ويجب النظر إلى هذه الآراء في ضوء طبيعة المعاملات المعاصرة ووفقًا لطبيعة المدين إذا كان معسرًا وموسرًا .

فإذا كان الدين على معسر ؛ لم تجز المضاربة به وذلك لشبهة الربا التي أشار إليها

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص١١٥ - ١١٨ ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٧٣ - ٧٤ الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٥٩٥ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق نفس الموضع ، ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق نفس الموضع .

المالكية ، أما إذا كان على مليء ؛ فلا بأس بذلك لعد الشبهة ، لاسيما وأنه لم يأت نص صريح يمنع من جواز المقارضة بالدين ، والمسألة من مسائل الاجتهاد والنظر . أما قول الشافعية بأن ما في الذمة لا يتحول ويعود أمانة ؛ فإنه موضع نظر لأن المدين لو خلي بين الدائن وبين المال فلم يتسلمه الدائن وبقي في حوزة المدين فإنه ينتقل من كونه دينًا مضمونًا في الذمة إلى كونه أمانة ، وعلى العكس لو أن المودع تعدى وأنفق الوديعة في مصالح نفسه ؛ فإنها تصبح دينًا في ذمته .

**والخلاصة** : أنه قد يتحول ما في الذمة إلى أمانة ، وقد تتحول الأمانة إلى دين في الذمة . وأما تعليل الحنابلة بانعدام القبض : فإنه موضع نظر كذلك ؛ لأن الدائن يقبضه من المدين ليرده إليه مرة أخرى فإذا كان المدين مليئًا فلا وجه للجوء إلى عملية صورية بحتة (١) .

**جـ - أن يكون رأس المال معلومًا** : اتفق الفقهاء على أن رأس مال المضاربة يجب أن يكون معلومًا قدرًا وجنسًا وصفةً ، فإذا كان مجهولًا . لا تصح المضاربة ؛ لأن جهالة رأس المال تؤدي إلى جهالة الربح ، وجهالة الربح تؤدي إلى فساد المضاربة (٢) .

**د - تسليم رأس المال إلى المضارب (٣)** : ليس المراد بهذا الشرط التسليم الفعلي لرأس المال حال العقد أو في مجلسه ، وإنما المراد منه إطلاق يد العامل في التصرف في المال .

وقد اختلف الفقهاء في المراد بإطلاق يد المضارب في التصرف في رأس المال المضاربة ؛ فيرى الحنفية والمالكية والشافعية أنه لا يكفي إطلاق يد المضارب في التصرف ؛ بل يجب أن يستقل المضارب في حيازة رأس المال ؛ لأنه مؤتمن عليه ؛ لأن عدم تسليمه رأس المال يؤدي إلى التضييق عليه والحد من تصرفاته .

أما الحنابلة : فيكفي عندهم إطلاق يد المضارب في رأس المال وتمكينه منه حسب الحاجة ، فلا يشترط عندهم تسليم كامل رأس المال للمضارب ، بل تصح المضاربة ولو شرط رب المال بقاء المال معه أو وضعه عند أمين دون تسليمه للمضارب ؛ لأن هذا

---

(١) انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٣٧ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١١٣ . ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص١٩ ٣٣ - ٣٤ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق نفس الموضع . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق نفس الموضع .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٨ ص٣٥٩٩ . ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٢٩ . الخطيب ، مغنى المحتاج ، مرجع سابق نفس الموضع .

الشرط لا يمنع المضارب من العمل الذي هو كمورد ومقصد العقد أما رأس المال : فهو مجرد وسيلة يمكن دفعه تدريجيًا حسب حاجة المضارب ويتحدد رأس المال بما يتم تسليمه فعلًا للمضارب من أقساط [١] .

**وإذا كانت هذه الشروط الأربعة تمثل شروط رأس المال في عقد المضاربة فإن هناك بعض المسائل التي تثار عند التعرض لرأس المال كركن من أركان المضاربة نوجزها فيما يلي :**

**١ – اشتراط عمل رب المال مع المضارب** [٢] : ذهب جمهور الفقهاء من الأحناف والمالكية والشافعية إلى فساد المضاربة لو اشترط رب المال العمل مع المضارب وذلك لتعارض هذا الشرط مع مبدأ استقلال العامل باليد على المال والتصرف فيه .

وخالف الحنابلة في ذلك فلم يروا بأسًا في أن يشترك بدنان بمال أحدهما والربح بينهما ، وعللوا ذلك بأن العمل أحد ركني المضاربة ، فجاز أن ينفرد به أحدهما مع وجود الأمرين من الآخر كالمال ولم يوافقوا على القول بأن المضاربة تقتضي تسليم المال إلى العامل بل تقتضي – عندهم – إطلاق تصرفه في مال غيره بجزء مشاع من ربحه وهذا حاصل مع اشتراكها في العمل [٣] .

**٢ – إضافة رب المال إلى مال المضاربة مالًا آخر** [٤] : يجوز لرب المال أن يضيف إلى مال المضاربة مالًا جديدًا متى شاء إذا كان ذلك قبل التصرف في المال الأول أو بعد التصرف فيه ونضوضه ، كما كان بلا زيادة أو نقصان .

أما إذا كان المال قد تحرك بالبيع والشراء ، أو ظهور الربح ؛ فلابد أن يستقل كل مال بربحه وخسرانه ، فلا تجبر وضيعة أحدهما من ربح الآخر .

وعلى ذلك : فلو دفع رب المال المال الآخر قبل تصرف المضارب في المال الأول ؛ فهذا جائز حيث أن المالين صارا مضاربة واحدة ، ويكون كما لو دفعهما مرة واحدة .

وإذا دفع المال الآخر بعد التصرف في الأول ببيع شراء واشترط عليه أن يخلطه بالأول لم يجز ؛ لأنه يوجب جبر خسران إحداهما بربح الآخر .

---

(١) انظر : د . عدنان الهندي وآخرون ، المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ص١٣٢ .

(٢) انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص ٢٨ – ٢٩ . الكاساني ، بدائع الصنائع جـ٨ ص٣٥٩٩ – ٣٦٠٠ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٠ – ٣١١ .

(٣) انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٤٣ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص ٤٥ – ٤٧ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٦١ .

وإذا دفع المال الآخر بعد نضوض المال الأول ومساواته لرأس المال من غير زيادة أو نقصان ؛ فهذا جائز ويلحق بالصورة الأولي ، أما إذا كان فيه زيادة أو نقصان ؛ لم يجز حتى يقبض ماله فيقاسمه رب المال ثم يدفع إليه ويزيده من عنده ما شاء فيكون مضاربة جديدة ابتداء .

**٣ – استرداد رب المال جزء من مال المضاربة** (١) . يجوز لرب المال في المضاربة استرداد ما يشاء من مال المضاربة في أي وقت شاء ، وحينئذ تفسخ المضاربة بما أخذه ، ويصبح الباقي رأس المال كما لو اقتصر من الابتداء على إعطائه له .

فإذا كان الاسترداد قبل ظهور الأرباح أو الخسائر كان المسترد جزءًا من رأس المال ويرد رأس المال إلى الباقي .

وإذا كان الاسترداد بعد ظهور الربح : كان المسترد جزءًا شائعًا من الربح ورأس المال على النسبة الحاصلة من جملة الربح والأصل ؛ لأنه غير متميز ، ويستقر ملك المضارب على ما خصه من ربح ، ولا شأن لرب المال به ؛ فلا ينفذ تصرفه فيه ، ولا يسقط بأي خسران يقع بعده .

أما إذا كان الاسترداد بعد ظهور خسران : فإن رأس المال ينقص بما استرده رب المال وبما يخص ذلك الجزء من خسران ، فالخسران موزع على المسترد ، وعلى الباقي ، ولا يلزم جبر حصة المسترد ولو ربح بعد ذلك .

**٤ – العمل** : العمل كركن من أركان المضاربة حدد له الفقهاء شروطًا لا تصح المضاربة بدونها ، كما أن تصرفات المضارب في المضاربة منها ما يملكه بمقتضى العقد ومنها ما يحتاج إلى تفويض عام أو إذن خاص من رب المال ، ومنها ما لا يملكه أصلًا وسوف نتناول ذلك فيما يلي :

أ – **شروط العمل في المضاربة** : يشترط في العمل في المضاربة الشرطين الآتيين :

**أولًا – أن يكون العمل في مجال التجارة** (٢) : اتفق الفقهاء بلا خلاف على أن يكون مجال العمل في المضاربة هو التجارة بالاسترباح بالبيع والشراء وما يلزم ذلك .

واختلفوا في المراد بالتجارة فقصرها المالكية والشافعية والحنابلة في رواية على التجارة فقط .

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٥٨ د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٤٨ – ٥٠ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص ١٠ – ٢٢ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٠٦ – ٣٦٠٧ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١١ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١٣٧ – ١٤٠ .

بينما وسع الأحناف والحنابلة - في الرواية الأخرى - من مدلول التجارة ، فيجوز عندهم المضاربة في كل ما يؤدى إلى تنمية المال وتحقيق الأرباح من استثمار للأموال في الحرف والصناعة والزراعة وغيرها ثم الاتجار فيما ينتج منها .

وهذا الرأي يستقيم مع حاجة الناس إلى تحقيق الربح والاستثمار وحاجة البلاد إلى التعمير والإنتاج .

**ثانيًا - عدم تضييق رب المال على المضارب بتقييد غير مفيد** (١) : المضاربة على نوعين : أحدهما مطلقة وفيها يدفع رب المالِ المالَ إلى المضارب من غير تعيين العمل والمكان والزمان وصفة العمل ومن يعامله والأخرى : مقيدة وفيها يعين رب المال للمضارب في عقد المضاربة بعض هذه الأشياء أو كلها .

والأصل في المضاربة : أن تكون مطلقة ومع ذلك اتفق الفقهاء على جواز قيام رب المال بتقييد المضارب ببعض القيود ، لكنهم اشترطوا ألا تؤدي هذه القيود إلى التضييق على المضارب في عمله .

وعلى ذلك : يتم اعتبار القيد وتقييد المضاربة به إذا كان مفيدًا وإلغاؤه واعتباره كالعدم إن لم يكن كذلك ويرجع في ذلك إلى العرف السائد .

وإذا كان هذان الشرطان يمثلان شروط العمل في المضاربة فإن هناك شرطًا ثالثًا أدرجه بعض الفقهاء ضمن شروط العمل ونازع فيه آخرون وهو النص في عقد المضاربة على ألَّا تكون المضاربة مؤقتة (٢) .

فقد منع المالكية والشافعية تأقيت المضاربة ؛ وحجتهم في ذلك : أن تأقيت المضاربة فيه تضييق على العامل يدخل عليه مزيدًا من الغرر ؛ لأنه ربما بارت عنده سلع فيضطر عند بلوغ الأجل إلى بيعها فيلحقه في ذلك ضرر .

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص١٣٤ - ١٣٧ . ابن قدامة ، المغنى ، مرجع سابق جـ٥ ص ٦٨-٦٩ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٠٥ - ٣٦٠٦ ٣٦٣١ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق نفس الموضع . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد جـ٢ ص٢٨٧ - ٢٨٨ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٥٥ - ٥٧ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص ٥٧ - ٥٩ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص ٦٩ - ٧٠ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٣٣ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٢ . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق ص٢٨٨ . المضاربة ، للماوردي ، مرجع سابق ص١٢٦ - ١٢٩ .

أما الأحناف والحنابلة فقد أجازوا تأقيت المضاربة ؛ ووجه الجواز عندهم : هو القياس على الوكالة من ناحية والقياس على أنواع التقييدات الأخرى الجائزة كالتقييد بالنوع والمكان من ناحية أخرى . وهذا الرأي قوي الحجة .

أما حجة المانعين لتأقيت المضاربة من المالكية والشافعية فمردود عليهم بأن المضارب حينما يعلم بأجل المضاربة منذ البداية يمكنه عن طريق خبرته والتخطيط العلمي السليم أن يتجنب الوقوع في هذه المضايقات وبالتالي منع أي غرر محتمل .

كما أن هذا الرأي يتوافق وحاجة الناس إلى المضاربة المؤقتة في العديد من معاملاتهم المعاصرة .

**ب – أنواع التصرفات في المضاربة :**

تنقسم التصرفات في المضاربة إلى :

**أولًا – تصرفات يملكها المضارب بمطلق العقد** : وذلك كالبيع والشراء والرهن والارتهان والاستئجار ، وهذه الصور محل اتفاق الفقهاء بلا خلاف وإن كانوا قد اختلفوا في بعض الصور كالإبضاع والبيع بالنسيئة والسفر بالمال وشراء المضارب لنفسه من مال المضاربة .

ونظرًا لأهمية الاستئجار والبيع بالنسيئة والسفر بالمال وشراء المضارب لنفسه من مال المضاربة في عالم المضاربات الحديثة ، فسوف نتناولها فيما يلي :

**أ – استئجار المضارب على أعمال المضاربة (١) :**

تنقسم أعمال المضاربة إلى قسمين :

**الأول** : ما يلزم المضارب فعله : وهو كل ما جرت العادة أن يقوم به بنفسه ويتفق الفقهاء أن هذا القسم على المضارب أن يتولاه بنفسه ، ولا يصح له أن يؤجر من مال المضاربة أشخاصًا آخرين يقومون بتلك الأعمال ؛ لأن الربح الذي يستحقه يكون في نظير تلك الأعمال ، فإن استأجر من يفعل ذلك ؛ فالأجر عليه خاصة لا على مال المضاربة .

**الثاني** : ما لا يلزمه فعله : وهو كل ما جرت العادة أن لا يتولاه المضارب بنفسه كالأعمال التي تشق عليه وليس في طاقاته وإمكاناته القيام بها بنفسه فيتفق الفقهاء على

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص ٥٥ – ٥٦ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ – ص٣٦٠٧ . الخطيب ، مغنى المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٨ . عز الدين محمد خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٦٠ – ٦١ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٦٤ – ٦٦ .

جواز قيام المضارب باستئجار من يساعده للقيام بذلك إذا كان فيه مصلحة المضاربة ويكون الإنفاق من مال المضاربة لا من ماله الخاص ؛ لأنه من تنمية التجارة ومصالحها .

**ب – بيع المضارب بالنسيئة بمطلق العقد** (١) : منع المالكية والشافعية بيع المضارب بالنسيئة إلا بإذن رب المال ؛ لأن المضارب نائب في البيع فلم يجز له البيع نسيئة بغير إذن صريح منه كالوكيل ، وذلك لأن النائب لا يجوز له التصرف إلا على وجه النظر والاحتياط ، وفي النسيئة تغرير بالمال ، وقرينة الحال تفيد مطلق الكلام فيصير كأنه قال : بعه حالًا .

ويرى الحنابلة عدم جواز بيع المضارب بالنسيئة بمطلق العقد في رواية ، وفي رواية أخرى يرون جوازها .

أما الحنفية فيرون جواز بيع النَّساء للمضارب بمطلق العقد ؛ لأن إذنه في التجارة والمضاربة ينصرف إلى التجارة المعتادة وهذا عادة التجار ؛ ولأنه يقصد به الربح والربح في النَّساء أكثر .

**والرأي في هذه المسألة** : أن تصرف المضارب مبني على عادة التجار من ناحية ، ومنوط بالمصلحة من ناحية أخرى ؛ فهو يملك بمطلق العقد البيع بنسيئة مقيدًا في ذلك بالعرف والمصلحة (٢) .

**حـ – سفر المضارب بمال المضاربة** : منع الشافعية سفر المضارب بمال المضاربة ؛ لأن في السفر تغريرًا بالمال وخطرًا ، ويرى أبو حنيفة ومالك جواز سفر المضارب بمال المضاربة ؛ لأن الإذن المطلق ينصرف إلى ما جرت به العادة ، والعادة جارية بالتجارة سفرًا أو حضرًا ؛ ولأن المضاربة مشتقة من الضرب في الأرض فملك ذلك بمطلقها (٣) .

وفي مذهب الحنابلة روايتان : المنع ، والجواز للاعتبارات السابقة (٤) .

**وبعد التأمل فيما تقدم من آراء الفقهاء يتبين** : أن سفر المضارب لأجل التجارة من

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص٦٦ – ٧٧ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٣٩ – ٤١ . الكاساني ، بدائع الصنائع مرجع سابق نفس الموضع ، الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٥ . المضاربة ، للماوردي ، مرجع سابق ص١٦٣ – ١٦٨ .

(٢) انظر : المرجع السابق ص١٦٨ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية ، مرجع سابق ص٦٧ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٠٨ – ٣٦٠٩ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٧ . المضاربة ، للماوردي ، مرجع سابق ص١٤٦ – ١٤٨ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٤١ .

(٤) انظر : المرجع السابق نفس الموضع .

صميم الأعمال التي ينبغي إطلاق يد المضارب فيها بمجرد العقد وخاصَّة في عصرنا الحاضر الذي تطورت فيه التجارة الداخلية والدولية على حد سواء ، وأصبح السفر أمرًا ضروريًّا لا يستغني عنه في مجال التجارة بشرط أن لا يتجاوز المضارب في سفره حدود المعقول والمتعارف بين الناس (١) .

**د - شراء المضارب لنفسه من مال المضاربة (٢)** : اتفق جمهور الفقهاء من الأحناف والمالكية والشافعية على جواز أن يشتري المضارب لنفسه من مال المضاربة .

ويرى الحنابلة جواز ذلك قبل ظهور الأرباح ؛ لأنه ملك لغيره ؛ فصح شراؤه له كما لو اشترى الوكيل من موكله ، أما بعد ظهور الأرباح فلا يجوز للمضارب أن يشتري لنفسه من مال المضاربة ؛ لأنه يصبح شريكًا لرب المال في الربح لا في أصل المال ويكون شراؤه كشراء أحد الشريكين ، وإن اشترى أحد الشريكين من مال الشركة شيئًا بطل في قدر حقه لأنه ملكه .

ورأي الجمهور يستقيم مع حاجة العصر لشراء المضارب لنفسه من مال المضاربة بخاصة أن الشراء يتم بالسعر الذي يبيع به للناس مما لا يترتب عليه أي غبن لعملية المضاربة .

**ثانيًا : تصرفات لا يملكها المضارب إلا بالتفويض العام أو الإذن الخاص** : اتفق الفقهاء على أنه يوجد تصرفات لا يملكها المضارب إلا إذا أذن له فيها رب المال أو فوض إليه العمل برأيه ومن أهم هذه التصرفات : المضاربة والشركة والخلط والاستدانة وسوف نتناولها فيما يلي :

**أ - دفع المضارب مال المضاربة لآخر للمضاربة به (٣)** : أجاز جمهور الفقهاء من المالكية والشافعية والحنابلة دفع المضارب مال المضاربة لآخر للمضاربة فيه شريطة إذن رب المال بذلك ، وفي هذه الحالة يكون المضارب الأول وكيلًا لرب المال في ذلك .

وأجاز الأحناف ذلك إذا قال رب المال للمضارب : أعمل برأيك ولم ينص عليه .

**ورأي الجمهور أولى بالاتباع لاستقرار المعاملات وسدًّا لباب المنازعات .**

أما ما ذهب إليه الأحناف من جواز إعادة المضاربة إذا فوض رب المال للعامل أن يعمل

(١) انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٤١ - ٤٣ .

(٢) انظر : المرجع السابق نفس الموضع جـ٥ ص٥٩ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١٥٩ - ١٦٠ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص٢٠٧ - ٢٠٨ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٤٩ - ٥٠ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٢٨ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٤ .

برأيه : فلا بأس باعتباره إذا كان هناك عرف بشيوع ذلك بين المضاربين بحيث يفترض أن صاحب المال عندما فوض إلى المضارب العمل برأيه كان يفترض ذلك ويتوقعه (١) .

**وقد اختلف الفقهاء – أيضًا – في مصير ربح المضاربة في هذه الحالة** : فيرى جمهور الفقهاء غير الحنفية أن الربح يكون بين رب المال والمضارب الثاني ، ولو شرط المضارب الأول لنفسه شيئًا من الربح ؛ لم يصح وفسدت المضاربة؛ لأنه ليس من جهته مال ولا عمل ، والربح يستحق بواحد منهما .

أما الحنفية فقد أجازوا للمضارب أن يضارب بمال غيره ويشترط لنفسه حصة من الربح ، وعللوا ذلك بأن عمل المضارب الثاني قد وقع له فكأنما عمل بنفسه كمن استأجر إنسانًا لخياطة ثوب بدرهم فاستأجر الأخير من خاطه بنصف درهم فقد طاب له الفضل فمضاربته للغير نوع من التصرف الذي يجلب الفائدة فيلحق بأعمال التجارة ويستحق المضارب عليه ربحًا .

**والرأي الراجح** : ما ذهب إليه الحنفية ؛ لأن المضارب بمضاربته للغير يقوم بأعمال هي من صميم الأعمال التجارية فهو يقوم بتسليم المال والإشراف على عمل المضارب الثاني ومحاسبته وأخذ نصيب رب المال من الربح وتسليمه له وقد تتطلب مضاربته للغير البحث عن شخص يتصف بالأمانة والخبرة حتى تصح المضاربة الثانية ، كما أنه يكون ضامنًا لرأس مال المضاربة ويأمل من وراء هذه الأعمال ربحًا فلكل هذه الأسباب يكون لرب المال أن يأخذ ما شرط له في العقد الأول وما بقي من الربح يكون بين المضارب الأول والمضارب الثاني (٢) .

**ب – دفع المضارب مال المضاربة لآخر مشاركة** : أجاز الأحناف والحنابلة دفع المضارب مال المضاربة لآخر مشاركة وجعلوه من التصرفات التي يملكها المضارب إذا قيل له اعمل برأيك ، أما المالكية فجعلوه من التصرفات التي لابد فيها من إذن رب المال ورأي الأحناف والمالكية أدعى للقبول ؛ لأن قول رب المال للمضارب اعمل برأيك يعنى أنه قد فوض الرأي إليه وقد رأى الشركة فلا تثريب عليه في ذلك وما يخص المضارب

---

(١) انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٧١ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص٢٠٨ . د . محمد أبو زيد نظام المضاربة في المصارف الإسلامية المعايير والضوابط الاقتصادية لتطويره والآثار المتوقعة علي النشاط الاقتصادي رسالة دكتوراه غير منشورة جامعة الإسكندرية ١٤١٨هـ = ١٩٩٧م ص١١٨ – ١٢٠ .

من الربح يكون بينه وبين رب المال على الشرط [١] .

**حـ - خلط المضارب مال المضاربة بماله [٢]** : اختلف الفقهاء في خلط المضارب مال المضاربة بماله فيرى الشافعية عدم جواز ذلك مطلقًا سواء كان ذلك بإذن صريح من المالك أو بالتفويض العام .

ويرى الماوردي من الشافعية جواز ذلك إذا أذن له رب المال إذنًا صريحًا بالخلط فإن خلطهما بعد الإذن صار شريكًا لرب المال بما قدمه من ماله الخاص ومضاربًا فيما استلمه منه من رأس المال .

ويرى المالكية جواز ذلك مطلقًا فلم يشترطوا إذن رب المال أو تفويضه للمضارب بالخلط .

ويرى الأحناف والحنابلة أن الخلط من التصرفات التي يملكها المضارب إذا قال له رب العمل اعمل برأيك ولم ينص عليه .

ورأي الأحناف والحنابلة أدعى للقبول وحفظ الحقوق مع تيسير المعاملات بين العباد ولكن لا بأس برأي الإمام مالك باعتبار الخلط من التصرفات التي يملكها المضارب بمطلق العقد إذا كان العرف التجاري قائم على ذلك .

**د - استدانة المضارب على المضاربة [٣]** : اتفق الفقهاء على أنه ليس للمضارب أن يشترى بأكثر من رأس مال المضاربة لما في ذلك من إثبات زيادة في رأس المال المضاربة وزيادة في الضمان على رب المال من غير رضاه فإن فعل ذلك لم تقع الزيادة للمضاربة بل تقع للمضارب ؛ لأنه اشترى في ذمته لغيره ما لم يأذن له في شرائه فوقع له وبذلك يصبح شريكًا لرب المال بنسبة هذه الزيادة .

واختلف الفقهاء في حالة إجازة رب المال لذلك على روايتين للحنابلة بالجواز وعدم

---

(١) انظر : د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٧٩ - ٨٠ ابن قدامة المغني مرجع سابق جـ٥ ص٥١ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٥٠ - ٥١ . ابن رشد بداية المجتهد ونهاية المقتصد مرجع سابق جـ٢ ص٢٩٢ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٣٠ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١٥٥ - ١٥٧ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٨٠ - ٨٢ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص٨٢ - ٨٣ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٤٧ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦١٢ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٦ . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص٢٩١ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص ٢٣٢ - ٢٣٣ .

الجواز ومذهب الشافعي كنحو ذلك .

ويرى الأحناف أن استدانة المضارب على المضاربة من التصرفات التي لا يملكها المضارب إلا بالنص عليها .

ويرى المالكية والحنابلة عدم جواز ذلك ؛ لأن المضاربة تكون على الحظ والنماء فإذا فعل ما تمنعه لم يكن له كما لو أراد التصرف بالعين وفارق ما لا ضرر فيه .

وهذا الرأي يتفق وحفظ الأموال ومنع الضرر والضرار الذي حرصت عليه شريعة الإسلام .

٥ - **الربح** : الربح ركن من أركان المضاربة وله شروط لابد من تحققها حتى يصح عقد المضاربة ، كما يحكم توزيعه بين المضارب ورب المال أحكام وقواعد لابد من مراعاتها ضمانًا لهذه الصحة وهذا ما نتناوله فيما يلي :

**أ - شروط الربح : يشترط في الربح لكي تصح المضاربة الشروط الآتية :**

**أولًا : أن يكون معلومًا** (١) : وقد اتفق الفقهاء على ذلك ؛ لأن الربح هو المعقود عليه وجهالة المعقود عليه توجب فساد العقد .

**ثانيًا : أن يكون جزءًا شائعًا** (٢) : كالنصف أو الثلث أو الربع وما شابه ذلك فإن شرطًا مبلغًا معينًا كأن يكون لأحدهما مائة جنيه من الربح أو أقل أو أكثر والباقي للآخر لم يجز وتكون المضاربة فاسدة .

وقد اتفق الفقهاء على هذا الشرط وعللوا ذلك بأن المضاربة نوع من الشركة في الربح وهذا شرط يوجب قطع الشركة في الربح لجواز أن لا يربح المضارب إلا هذا القدر المذكور فيكون ذلك لأحدهما دون الآخر فلا تتحقق الشركة فلا يكون التصرف مضاربة .

**ثالثًا : أن يكون الربح مختصًا بالمتعاقدين دون غيرهما** (٣) : فقد اشترط الشافعية والحنابلة لصحة المضاربة أن يكون الربح مختصًا برب المال والمضارب دون غيرهما .

فإذا شرط أحد المتعاقدين الربح لأجنبي غير المضارب وشرطا عليه عملًا مع المضارب صح ذلك وكانا عاملين وإن لم يشترطا عليه عملًا لم تصح المضاربة .

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق نفس الموضع . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص ٣٤ - ٣٥ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٠١ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ ٨ ص٣٦٠٢ المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص ٢١٧ - ٢٢٠ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٣٣ - ٣٤ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٣٦ - ٣٧ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣٢ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص ١٢٥ - ١٢٦ .

ويوافق الأحناف الشافعية والحنابلة فيما إذا شرط على الأجنبي أن يقوم بعمل من أعمال المضاربة ويكون بمثابة إعطاء المال مضاربة إلى اثنين أما لو لم يشترط على الأجنبي القيام بأي عمل فقد اعتبروا المضاربة صحيحة والشرط فاسد ، وقال المالكية أن المضاربة صحيحة والشرط صحيح وتخصيص جزء من الربح لأجنبي يكون من قبيل الهبة .

وبعد استعراض هذه الآراء يتبين أن الرأي الراجح ما قاله المالكية من صحة المضاربة والشرط لما ذكر ولأن الربح لا يعدو كونه حقًّا خالصًا للمتعاقدين فيجوز لهما أن يتصرفا فيه بشرط أن لا يلحق أحدهما أو غيرهما ضرر من جرَّاء هذا التصرف ثم إن ذلك قد يحقق مصلحة للمسلمين وخاصة إذا كان المشروط له جزء من الربح مرفقًا عامًّا كمسجد أو مستشفي أو كان جماعة من الفقراء والمحتاجين (١) .

**رابعًا : أن يكون الربح مشتركًا بينهما** : فيأخذه مالك المال بملكه والمضارب بعمله ولا يختص به أحدهما .

وقد اختلف الفقهاء إذا شرط العامل الربح كله له فقال مالك يجوز وقال الشافعي : لا يجوز ، وقال أبو حنيفة : هو قرض لا قراض فمالك رأى أنه إحسان من رب المال وتطوع إذ كان يجوز لـه أن يأخذ منه الجزء القليل من المال الكثير ، والشافعي رأى أنه غرر؛ لأنه إن كان خسران فعلى رب المال وبهذا يفارق القرض وإن كان ربح فليس لرب المال فيه شيء (٢) .

ويرى الحنابلة أن رب المال لو قال للمضارب : خذ هذا المال فاتجر به وربحه كله لك كان قرضًا لا قراضًا ؛ لأن قوله : خذه فاتجر به يصلح لهما وقد قرن به حكم القرض فانصرف إليه وإن قال خذه مضاربة والربح كله لك فهو عقد فاسد (٣) .

كما اختلف الفقهاء إذا شرط الربح كله لرب المال فأجاز المالكية ذلك على أساس الإحسان والتبرع ، وقال أبو حنيفة هو إبضاع صحيح ويرى الشافعية والحنابلة أنه إذا قال رب المال للمضارب : خذ المال فاتجر به والربح كله لي كان إبضاعًا وإن قال له : خذه مضاربة والربح كله لي فهو عقد فاسد (٤) .

---

(١) انظر المرجع السابق نفس الموضع .

(٢) انظر : ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص٢٨٧ .

(٣) انظر : ابن قدامة المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٣٥ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق الخطيب مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٢ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٠٤ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص ١٨٩ . والإبضاع يعني بضع رب المال بضاعة لنفسه يختص بربحها ( انظر : المرجع السابق ص ١٥٧ - ١٥٩ ) .

ومن خلال هذه الآراء يتبين رجحان مذهب الأحناف والمالكية ؛ لأن الأمر في حقيقته قرض مستيقن في حالة شرط الربح كله للعامل وإبضاع صحيح في حالة شرط الربح كله لرب المال مهما حدث غلط في التعبير عن ذلك فالعبرة في العقود المعاني لا الألفاظ والمباني .

**ب - قواعد توزيع الربح :**

الربح هو الفاضل عن رأس المال وله في عقد المضاربة قواعد وأحكام من أهمها :

**أولًا** : الربح على ما اصطلحا عليه والوضيعة على رب المال [١] : فلا يجوز الشرط على مساهمة العامل في الوضيعة فهذا الشرط فاسد باتفاق الفقهاء .

**ثانيًا** : الربح وقاية لرأس المال : اتفق الفقهاء بلا خلاف أن المضارب ليس له ربح حتى يستوفي رأس المال ومتى كان في المال خسران وربح جبرت الوضيعة من الربح سواء كان الخسران والربح مرة واحدة أو الخسران في صفقة والربح في أخرى [٢] .

**ثالثًا : ملكية العامل للربح لا تتم إلا بالقسمة لا بمجرد ظهوره** [٣] : اختلف الفقهاء من حيث ملكية العامل للربح هل تتم بمجرد ظهوره أم يتوقف ذلك على القسمة ؟ .

فيرى الحنفية أن العامل يملك حصته من الربح بمجرد ظهوره ويرى المالكية أنه لا يملكها إلا بالقسمة ، وللشافعية قولان : أرجحهما أنه يملكها بالقسمة لا بالظهور كما أن للحنابلة قولان : أرجحهما أنه يملكها بالظهور لا بالقسمة .

ورأي المالكية والرأي الراجح للشافعية بأن الربح لا يملكه العامل إلا بالقسمة يتفق وواقع الأمر فلو كان العامل يملك ربحه بمجرد الظهور لاقتضى ربحه وأصبح شريكًا لرب المال ولكن حقيقة الأمر على خلاف ذلك فرغم ظهور الربح يبقى العامل عاملًا والمالك مالكًا بل إن العامل لا يملك التصرف في حصته من الربح بمجرد ظهورها؛ لأنها عرضة للنقص أو الزوال بما قد يطرأ عليها من خسارة لاحقة والربح بطبيعته يظل وقاية لرأس المال حتى تتم القسمة والتصفية النهائية للمضاربة .

---

(١) انظر : الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٠٢ . ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص٣٠ - ٣٨ .

(٢) انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٥٧ .

(٣) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق نفس الموضع . الكاساني بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٣١ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٨ . د . محمد صلاح الصاوي مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص٩٥ - ٩٩ .

**رابعًا : لا يأخذ المضارب حصته من الربح إلا بالقسمة** : إذا كان الفقهاء قد اختلفوا حول ملك المضارب لحصته من الربح هل يكون بالظهور أم بالقسمة ؟ فإنهم اتفقوا على أن المضارب لا يأخذ حصته من الربح إلا بالقسمة ولا قسمة إلا بإذن رب المال أو حضوره (١) .

**خامسًا – جواز قسمة الربح قبل المفاصلة :**

اختلف الفقهاء في مدى جواز الربح قبل المفاصلة أي مع بقاء رأس المال أو مع بقاء المضاربة واستمرارها .

فالشافعية والحنابلة يرون جواز ذلك إذا رضى المتعاقدان بذلك ؛ لأن المنع كان لحقهما فإن رضيا بذلك جاز ولكن ملك المضارب لا يستقر بهذه القسمة فلو حصل بعدها خسران فقد لزم على المضارب أن يجبره بما أخذه من الربح لأنه لا يستحق الربح إلا بعد تسليمه رأس المال أما إذا رضى أحدهما وأبى الآخر فالقول للممتنع (٢) .

ويرى الحنفية عدم جواز قسمة الربح قبل المفاصلة وقبض رب المال لماله فإن اقتسما الربح في هذه الحالة وحدث في المال خسران أو تلف لم تصح القسمة الأولى وما قبضه رب المال فهو محسوب عليه من رأس ماله وما قبضه المضارب دين عليه يرده إلى رب المال حتى يستوفى رب المال رأس ماله (٣) .

ويرى المالكية عدم جواز قسمة الربح إلا بعد تنضيض رأس المال أي بالتصفية النهائية التي يعرف بها سلامة رأس المال حتى يكون ما وراء ذلك ربحًا مستقرًا يقسم بلا وجل (٤) .

والذي يتبين بعد استعراض هذه الآراء رجحان ما ذهب إليه الشافعية والحنابلة من القول بجواز قسمة الربح بصورة مبدئية مع استمرار المضاربة وذلك للاعتبارات الآتية (٥) :

– أن المنع من ذلك كان لحقهما وحماية لمصالحهما فإن اتفقا على خلافه فلا تثريب عليهما .

---

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص ٢٩٠ ، ابن قدامة ، المغني ، مرجع سابق جـ٥ ص ٦٣ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٦٣ – ٦٤ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق ج٢ ص٣٢٠ – ٣٢١ .

(٣) انظر : الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٥٢ .

(٤) لمزيد من التفاصيل انظر : ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص ٢٨٩ . د . محمد صلاح الصاوي مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ١٠٣ .

(٥) المرجع السابق ص١٠٣ – ١٠٤ .

– أن هناك اعتبارات عملية حقيقية تدعو إلى ذلك فقد يحتاج المضارب إلى ربحه أو إلى جزء منه لينفقه في مصالحه وتكون أعمال المضاربة من الضخامة والتشابك بحيث يتعذر عليهما تنضيض المال وإجراء تصفية نهائية كلما احتاج إلى جزء من الربح .

ونفس هذا الاعتبار يقوم – أيضًا – بالنسبة إلى رب المال الذي قد يحتاج إلى جزء من الربح لإنفاقه في مصالحه ولا يريد أن يكون المسحوب من رأس المال حتى لا تتأثر عملية الاستثمار .

– أنه لا تعارض بين قسمة الربح بهذه الصورة وبين كونه وقاية لرأس المال فما دامت هذه القسمة قد تمت أثناء العملية الاستثمارية فهي قسمة مبدئية فإذا حدثت وضيعة بعد ذلك جبرت من الربح المقسوم ، وذلك عند التصفية النهائية .

**سادسًا : استقرار ملك المضارب لحصته من الربح بالتصفية النهائية :** اتفق الفقهاء على استقرار ملك المضارب لحصة من الربح بقبض رب المال لرأس المال (١) .

وأضاف الشافعية أنه يستقر فضلًا عن ذلك بتنضيض المال وفسخ العقد؛ لارتفاع العقد والوثوق بحصول رأس المال (٢) .

وأضاف الحنابلة بأنه يغني عن القبض أن يحتسبا حسابًا كالقبض وذلك بتنضيض المال وإحضاره لربه فإن شاء قبضه وإن شاء أمره بالمضاربة وفي هذه الحالة فإن ذلك يعتبر ابتداء مضاربة ثانية كما لو قبضها منها ثم ردها إليه (٣) .

ورأي الحنابلة من اعتبار المحاسبة كالقبض أولي بالاعتبار وبخاصة ، وأنه يحمل من السعة والمرونة ما يلائم التطبيق العملي للمضاربة في واقعنا المعاصر .

**سابعًا – نفقة المضارب في مال المضاربة تكون في السفر دون الحضر :** اتفق جمهور الفقهاء من الأحناف والمالكية والشافعية على أن المضارب لا يستحق شيئًا من النفقة من مال المضاربة عن عمله في الحضر ؛ وذلك لأنه لم يكن مقيمًا من أجل المضاربة فقد كان مقيمًا قبل ذلك .

وقد اختلف الجمهور في نفقة المضارب في السفر فيرى الأحناف والمالكية أنه إذا

---

(١) انظر : الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٥٢ – ٣٦٥٣ . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص ٢٨٩ – ٢٩٠ .

(٢) انظر : مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٨ .

(٣) انظر : ابن قدامه ، المغنى ، مرجع سابق جـ٥ ص٦١ – ٦٢ .

سافر المضارب فله أن ينفق بالمعروف جميع نفقته من مال المضاربة مدة سفره ومدة إقامته ببلد يتجر فيه إلى أن يرجع إلى بلده؛ وحجتهم في ذلك هو أن الربح في باب المضاربة يحتمل الوجود والعدم فلو لم تجعل للمضارب نفقة مع مال المضاربة. لامتنع الناس عن قبول المضاربات مع مساس الحاجة إليها فكان إقدامهم على هذا العقد إذنًا من رب المال للمضارب بالإنفاق من مال المضاربة [١] .

وتخصم النفقة أولًا من الربح فإن لم يكن فمن رأس المال وتقدر النفقة بالمعروف عن التجار من غير إسراف كما يرى الأحناف واشترط المالكية للنفقة أن يكون المال محتملًا لها بأن يكون لـه بال ، فلا نفقة في المال اليسير والمرجع في الكثرة والقلة إلى الاجتهاد والعادة .

ولا يدخل ما ينفقه المضارب في سفره إلى بلد له أهل فيها من ضمن نفقات المضاربة ؛ لأنه يصير بذلك كالمقيم .

**أما الشافعية فقد اختلفوا في نفقة المضارب في الحضر على رأيين :**

أرجحهما : أنه لا نفقة له والثاني : أنه ينفق منه بالمعروف واختلف أصحاب هذا الرأي في قدر هذه النفقة إلى رأيين أحدهما : أنها جميع ما يحتاج إليه المضارب؛ لأن من لزمه نفقة غيره لزمه جميع نفقته والثاني : ما يزيد على نفقة الحضر؛ لأن النفقة إنما لزمته لأجل السفر فلم يلزمه إلا ما زاد بالسفر .

وأما الحنابلة فالرأي عندهم أن النفقة لا تجب للمضارب في مال المضاربة إلا بالشرط؛ لأن نفقته تخصه فكانت عليه كنفقة الحضر فإن شرط له ذلك فله جميع نفقته على معنى ما كان ينفق على نفسه غير متعد بالنفقة ولا مضر بالمال .

ومن هذه الآراء يتبين رجحان ما ذهب إليه الأحناف والمالكية باستحقاق المضارب للنفقة؛ لأنه ليس من العقل والمنطق أن يقامر المضارب بالإنفاق من ماله في سفره بمال غيره ترقبًا لربح قد يتحقق أو لا يتحقق بل قد يتحقق خسائر يخسر فيها ما بذله من جهدٍ فكيف إذا أنفق على المضاربة في سفره من ماله ؟! . إن هذا يضاعف من خسائره مما يحول بين الناس وبين قبول العمل في المضاربة ؛ لذا يجب اعتماد النفقة في السفر للمضارب من مال المضاربة مراعاة لحاجة الناس إلى المضاربات ويرجع في تقدير هذه

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٥ ص٤١ - ٤٣ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٤٧ - ٣٦٥٠ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٧ . ابن رشد بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص ٢٩٠ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١٥١ - ١٥٤ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ١٠٧ - ١١١ .

النفقة إلى العرف والعادة بين التجار .

## ثالثًا : الضمان في المضاربة (١)

اتفق الفقهاء أنه لاضمان على المضارب في عقد المضاربة إلا بالتفريط أو التعدي؛ وذلك لأن يده على المال يد أمين والأصل أن الأمين لا يضمن إلا بتفريط أو عدوان فإن تلف المال بغير ذلك فلا ضمان عليه .

وإذا اشترط رب المال على المضارب الضمان فلا خلاف بين الفقهاء حول فساد هذا الشرط وعدم اعتباره ، وإنما وقع الخلاف حول صحة عقد المضاربة التي تشتمل على هذا الشرط الفاسد .

فيرى الأحناف والحنابلة صحة المضاربة ؛ لأن فساد هذا الشرط لا يؤدي إلى جهالة الربح والأصل عندهم أن الشرط الفاسد إذا دخل في عقد المضاربة فإنه ينظر إن كان يؤدي إلى جهالة الربح ، فإن كان كذلك فإنه يوجب فساد العقد؛ لأن الربح هو المعقود عليه وجهالة المعقود عليه توجب فساد العقد وإن كان لا يؤدي إلى جهالة الربح فإن الشرط يبطل وتصح المضاربة .

ويرى المالكية والشافعية فساد المضاربة التي تشتمل على هذا الشرط لما في ذلك من زيادة الغرر .

وقد أجاز بعض المالكية أن يتطوع المضارب بضمان رأس المال بعد تمام عقد المضاربة وذلك قياسًا على جواز تطوع الوديع والمكترى بضمان ما بيده إذا كان هذا التطوع بعد تمام العقد .

ومن خلال هذه الآراء يتبين أنه لا يجوز اشتراط الضمان على المضارب في عقد المضاربة سواء كان هذا الشرط من رب المال وقبله المضارب أو كان من المضارب على نفسه؛ لأن ذلك يخالف مقتضى العقد فليس من العدل إذا حدثت خسارة أن يخسر المضارب مرتين الأولى : بضياع جهده وعمله وفوات الربح الذي كان يسعى لتحقيقه والثانية : بتحمل خسارة رأس المال .

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق ص١١٥ - ١١٧ ، المغني ، ابن قدامة ، مرجع سابق جـ٥ ص ٥٤ - ٥٥ ٦٨ ٧٣ ٧٦ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٠٢ . عز الدين خوجة ، صناديق الاستثمار الإسلامية ، مرجع سابق ص٥١ - ٥٦ . المضاربة للماوردي ، مرجع سابق ص١١٥ - ١١٧ . ابن رشد ، بداية المجتهد ونهاية المقتصد ، مرجع سابق جـ٢ ص ٢٨٧ .

ورأي الأحناف والحنابلة حول صحة العقد وفساده من القول بصحة العقد رغم فساد الشرط هو رأي يحمل عوامل ترجيحه فهو قوي الحجة ، فضلًا عن نفعه لما يحققه من استقرار للمعاملات .

ولا بأس بالأخذ برأي بعض المالكية بضمان المضارب لرأس المال بعد تمام العقد على سبيل التطوع ، وذلك إذا ما دعت حاجة الناس ومعاملاتهم إلى ذلك .

## رابعًا : انتهاء المضاربة (١)

أجمع العلماء على أن اللزوم ليس من موجبات عقد المضاربة فهو من العقود الجائزة ينفسخ بفسخ أحد العاقدين أيما كان وبموته وجنونه والحجر عليه لسفه ما لم يشرع المضارب في المضاربة .

واختلفوا إذا شرع العامل في المضاربة فيرى المالكية أنه عقد لازم يورث فإن مات أحدهما أو جن أو حجر عليه لسفه فالمضاربة لازمة ومستمرة وللوارث أولوية أن يكملها على أن يكون أمينًا فإن لم يكن كذلك كان له أن يأتي بأمين ؛ وذلك منعًا للضرر الذي يحيق بالمضاربة بالفسخ المفاجئ .

ويرى جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة أن لكل واحد من المتعاقدين الفسخ إذا شاء وليس عقد المضاربة عقد يورث ؛ لأن المضارب متصرف في مال غيره بإذنه فهو كالوكيل .

ومن هذه الآراء يتبين أن رأي المالكية يحقق المصلحة ويحول بين وقوع الضرر سواء على المضارب إذا كان الفسخ من جهة رب المال أو على رب المال إذا كان الفسخ من جهة المضارب ، ومع ذلك لا بأس بالأخذ برأي الجمهور تيسيرًا للمعاملات إذا اتفق كل من رب المال والمضارب على حق كل منهما في فسخ عقد المضاربة سواء قبل الشروع في العمل أو بعده .

* * *

(١) لمزيد من التفاصيل انظر : المرجع السابق جـ٢ ص٢٨٩ . الكاساني ، بدائع الصنائع ، مرجع سابق جـ٨ ص٣٦٥٥ . الخطيب ، مغني المحتاج ، مرجع سابق جـ٢ ص٣١٩ - ٣٢٠ ، المغني ، ابن قدامة ، مرجع سابق جـ٥ ص٦٤ - ٦٥ . د . محمد صلاح الصاوي ، مشكلة الاستثمار في البنوك الإسلامية وكيف عالجها الإسلام ، مرجع سابق ص ١٢٦ - ١٣٣ .

## المبحث الثاني نموذج مقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية

يهدف هذا المبحث إلى تقديم نموذج مقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية وذلك في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج من خلال التعرض لصناديق الاستثمار في الفصول السابقة .

ويسعى هذا النموذج إلى ربط فقه النص الإسلامي بفقه الواقع من خلال إنشاء صناديق استثمار إسلامية تقوم على المضاربة الشرعية كنظام إسلامي لاستثمار الأموال يعمل على الجمع بين عنصري رأس المال والعمل متمثلًا في الخبرة العملية في مجال الاستثمار .

وتتمثل بنود هذا النموذج المقترح فيما يلي :

### أولًا : هدف النموذج المقترح

يهدف النموذج المقترح إلى :

١ - تعدد الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين وبصفة خاصة صغار المدخرين في البنوك الإسلامية للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا وبما يتناسب مع حاجاتهم إلى تحقيق دخل دوري أو عائد تراكمي أو الجمع بينهما .

٢ - تقرير العمل كمصدر للكسب بديلًا عن اعتبار المال المصدر الوحيد للكسب مع تقرير مبدأ إسلامي هام ، وهو المشاركة في الغنم والغرم .

٣ - ترشيد السلوك الاقتصادي في المجتمع الإسلامي من خلال الالتزام بالتوجيهات الإسلامية في المجال الاقتصادي فضلًا عن تحقيق التوجه الإسلامي في المجتمعات الإسلامية بصبغ المعاملات بالصبغة الإسلامية .

٤ - تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع الإسلامي عن طريق ربط الدوافع الدينية بالنشاط والسلوك الاقتصادي للمدخرين من خلال التركيز على مجالات الاستثمار التي تفي بحاجات المجتمع الإسلامي ، فضلًا عن تحقيق التكافل الاجتماعي من خلال فريضة الزكاة .

٥ - فتح المجال أمام البنوك الإسلامية لإنشاء صناديق الاستثمار بما يتفق وأحكام

الشريعة الإسلامية .

## ثانيًا : شكل النموذج المقترح

يمثل النموذج المقترح لصناديق الاستثمار أحد أنشطة البنك الإسلامي مع تمتعه بالذمة المالية المستقلة عن البنك؛ مما يترتب عليه أن تكون أمواله واستثماراته وأنشطته مفرزة عن أموال البنك ، وأن تكون حساباته مستقلة عن كافة أنشطة البنك الأخرى .

## ثالثًا : مدة النموذج المقترح

تختلف مدة النموذج المقترح لصناديق الاستثمار وفقًا لنوعية نشاط هذه الصناديق فقد تكون مدة هذه الصناديق أقل من سنة باتجاهها باستثماراتها إلى الاستثمار قصير الأجل وقد تتراوح مدتها بين سنة وسبع سنوات باتجاهها إلى الاستثمار متوسط الأجل ، وقد تكون مدتها أكبر من سبع سنوات وذلك باتجاهها باستثماراتها إلى الاستثمار طويل الأجل .

## رابعًا : أطراف التعاقد في النموذج المقترح والعلاقة بينها

يتمثل أطراف التعاقد في النموذج المقترح في :

### ١ - البنك المؤسس للصناديق :

ويقوم بدور المضارب ( رب العمل ) الذي يتولى استقبال حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة فضلًا عن استثمار الأموال استثمارًا شرعيًا مربحًا بعيدًا عن شبهة الربا وفقًا للشروط المنصوص عليها في نشرات الاكتتاب .

### ٢ - المكتتبون في رأس مال الصناديق :

ويمثلون في مجموعهم ( رب المال ) الذي يوافق على تعيين البنك المؤسس للصناديق لإدارة هذه الصناديق وفقًا للأحكام الشرعية وشروط نشرات الاكتتاب .

وتندرج العلاقة بين البنك المؤسس للصناديق والمكتتبين فيها تحت عقد المضاربة المقيدة نظرًا لالتزام المضارب بجميع القيود والشروط المفيدة الواردة بنشرات الاكتتاب ، كما أن هذه العلاقة تمثل إحدى صور المضاربة وهي المضاربة التي يتعدد فيها رب المال فيشارك أكثر من شخص في تقديم المال ( المكتتبون ) بينما تنفرد جهة ما ( البنك ) بتقديم العمل .

## خامسًا : مصادر الأموال في النموذج المقترح

يتكون رأس المال في النموذج المقترح من مصدرين :

### ١ - مصادر داخلية :

وتتمثل فيما يقدمه البنك من أموال في رأس مال الصناديق بصفته مشاركًا فضلًا عن كونه أساسًا مضاربًا من خلال عقد المضاربة .

### ٢ - مصادر خارجية :

وتتمثل فيما يقدمه المستثمرون من أموال في رأس مال الصناديق بصفتهم أرباب المال في عقد المضاربة .

هذا ولا مانع من أن تتم المساهمة في رأس المال بحصص عينية أو معنوية وبخاصة من البنك بشرط أن يتم تقويمها عند التعاقد وعند تصفية المضاربة .

## سادسًا : صكوك الاستثمار في النموذج المقترح

يصدر النموذج المقترح لصناديق الاستثمار مقابل رأس مال الصناديق صكوك استثمار تتمثل في نوعين من الصكوك :

### ١ - صكوك إدارة :

وتمثل حصة البنك في رأس مال الصناديق ، وتخول للبنك حق التصرف والإدارة واتخاذ القرارات وغيرها من التصرفات ولا يجوز استرداد هذه الصكوك أو التصرف فيها إلا عند نهاية مدة الصندوق .

### ٢ - صكوك مضاربة :

وتمثل حصة المستثمرين في رأس مال الصناديق ولا يكون لأصحابها الحق في التدخل في إدارة الصناديق ويجوز للمستثمرين استرداد هذه الصكوك قبل انقضاء مدتها كما يجوز للبنك المؤسس للصندوق إصدار صكوك بديلة لتلك التي يتم استرداد قيمتها .

هذا وتتسم صكوك الاستثمار بنوعيها ( إدارة ومضاربة ) بما يلي :

أ - تصدر بقيمة اسمية واحدة بحيث لا تقل عن وحدة نقدية واحدة ( دولار - يورو - جنيه ... إلخ ) ولا تزيد عن ألف وحدة نقدية وتجوز أن تستخرج من فئة صك

واحد أو خمسة صكوك ومضاعفتها .

ب - تدفع قيمتها بالكامل عند الاكتتاب ، كما يجوز دفعها على أقساط وفقًا لحاجة الصناديق للأموال ولا يعتد في رأس المال إلا بالجزء المدفوع فعلًا .

جـ - يمثل كل صك حصة نسبية في صافي أصول الصندوق تتساوى مع غيرها من الصكوك الأخرى في الصندوق ويعتبر كل صك غير قابل للتجزئة .

د - يكون لأصحابها حق الاشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه من صكوك ، وكذلك الأمر فيما يتعلق بصافي أصول الصندوق عند التصفية .

## سابعًا : الاكتتاب في صكوك الاستثمار في النموذج المقترح

يطرح النموذج المقترح صكوك الاستثمار للاكتتاب العام من خلال البنك الإسلامي وفروعه ومكاتبه ومراسليه المخصصين في التعامل في هذه الصكوك وحق الاكتتاب في هذه الصكوك مكفول للأشخاص الطبيعية والمعنوية .

ويفصح النموذج المقترح من خلال نشرة اكتتاب كل صندوق عن جميع البيانات المطلوبة شرعًا في عقد المضاربة من حيث معلومية رأس المال وتوزيع الربح فضلًا عن بيان الشروط الحاكمة لعمل هذه الصناديق على أن تتفق هذه الشروط مع الأحكام الشرعية .

ويتحقق عقد المضاربة من خلال الإيجاب الذي يعبر عنه بالاكتتاب في صكوك الاستثمار والقبول الذي يعبر عنه بموافقة البنك المؤسس للصندوق .

## ثامنًا : تداول صكوك الاستثمار في النموذج المقترح

يمثل صك الاستثمار ملكية حصة شائعة في الصندوق وتستمر هذه الملكية طيلةَ مدته ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعًا للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها .

ولا يجوز تداول صكوك الإدارة بينما تتداول صكوك المضاربة من خلال البنك الإسلامي وفروعه ومكاتبه ومراسليه المخصصين لهذا الغرض ، ويجب مراعاة الأحكام الشرعية الخاصة بموجودات الصندوق عند التداول من حيث كون هذه الموجودات نقودًا أو ديونًا أو أعيانًا أو منافعَ أو خليطًا من النقود والديون والأعيان والمنافع .

ومن خلال تداول الصكوك تتحدد القيمة الاستردادية والقيمة البيعية لها كما يلي :

### ١ - القيمة الاستردادية للصكوك :

يمكن للمكتتب في صكوك المضاربة استرداد كل أو بعض الصكوك التي اكتتب فيها لدى تقديمها إلى البنك وتتحدد قيمة الاسترداد على أساس قيمتها الحقيقية الممثلة في نصيب الصك في صافي أصول الصندوق .

ويراعى عند تحديد القيمة الاستردادية للصكوك ظروف السوق والمركز المالي للصناديق فينظر بعين الاعتبار في كل المتغيرات التي تؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض صافي أصول الصناديق مع الأخذ في الحسبان معيار الفرصة البديلة لعمليات الاستثمار والتمويل وطبيعة العمليات المكونة للصناديق ، وكذلك التغيرات الجوهرية في البيئة الاستثمارية .

### ٢ - القيمة البيعية للصكوك المصدرة :

تتحدد القيمة البيعية التي تصدر بها الصكوك المباعة بدلًا من الصكوك المستردة على أساس قيمتها الحقيقية ممثلة في نصيب الصك في صافي قيمة أصول الصندوق وذلك كما في تحديد القيمة الاستردادية للصكوك .

## تاسعًا : استخدامات الأموال في النموذج المقترح

تتجه استخدامات الأموال في النموذج المقترح إلى :

### ١ - استخدامات ذاتية :

وتتمثل في :

أ – ما تخصصه الصناديق من أموال لشراء ما يلزمها من أصول ثابتة .

ب – ما تحتفظ به الصناديق من نقدية بالخزينة والبنوك كسيولة لمواجهة طلبات استرداد صكوك الاستثمار من المستثمرين .

### ٢ - استخدامات خارجية :

وتمثل الهدف الأساسي من صناديق الاستثمار حيث تسعى هذه الصناديق إلى استثمار أموالها استثمارًا شرعيًا مربحًا ومحققًا لما يصبو إليه البنك والمستثمرون فضلًا عن تحقيق مصلحة الاقتصاد القومي من خلال توجيه الأموال إلى الاستثمار في مجال أو أكثر من مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة : ( زراعة – صناعة – تجارة – خدمات ..

إلخ ) عن طريق الاستثمار المالي في الأوراق المالية الإسلامية أو باستخدام صيغة أو أكثر من صيغ الاستثمار الإسلامية ( اتجار مباشر - مرابحة - بيع آجل - سلم - إجارة - مشاركة - مضاربة ... إلخ ) .

ومن هذا المنطلق يمكن إنشاء صناديق استثمار إسلامية متخصصة ويمكن تصنيفها إلى :

**أ - صناديق استثمار متخصصة وفقًا لقطاع أو أكثر من قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة ومن أمثلتها :**

**أولًا : صناديق استثمار القيم المنقولة** : وتستثمر أموالها في محفظة متنوعة من الأوراق المالية الإسلامية كالأسهم وصكوك الاستثمار وصكوك الصناديق الإسلامية الأخرى وسندات المقارضة .

**ثانيًا : صناديق استثمار السلع والمواد الخام** : وتستثمر أموالها في السلع والمواد الخام كالبترول والحديد والمعادن المختلفة .

**ثالثًا : صناديق استثمار الأراضي والعقارات** : وتستثمر أموالها في شراء الأراضي واستصلاحها فضلًا عن شراء أراضي والبناء عليها وبيع وحداتها أو تأجيرها .

**رابعًا : صناديق استثمار النقل والمواصلات** : وتستثمر أموالها في شراء طائرات أو سفن أو حاويات أو غيرها ثم بيعها أو تأجيرها .

**خامسًا : صناديق الصناعات الصغيرة** : وتستثمر أموالها في الصناعات الصغيرة الخاصة بالحرفيين .

**سادسًا : صناديق الاستثمار الرائدة** : وتستثمر أموالها في التقنية الجديدة والمتطورة .

**ب - صناديق استثمار متخصصة وفقًا لصيغ الاستثمار في قطاع أو أكثر من قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة ومن أمثلتها :**

**أولًا : صناديق الاتجار المباشر وصناديق المرابحة وصناديق البيع الآجل وصناديق السلم وصناديق الاستصناع .**

وتستثمر هذه الصناديق أموالها في شراء السلع وإعادة بيعها .

**ثانيًا : صناديق إجارة** : وتستثمر أموالها في شراء أصول مثل : العقارات والطائرات والسيارات والمعدات الصناعية وتأجيرها .

**ثالثًا - صناديق مشاركة** : وتستثمر أموالها في الشركة سواء بإنشاء مشروعات جديدة

أو المساهمة في مشروعات قائمة .

هذا ولا يقتصر إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية على الصناديق المتخصصة فحسب بل يمتد ليشمل صناديق استثمار تتكون من محفظة متنوعة من مكونات أكثر من صندوق من الصناديق السالفة الذكر .

## عاشرًا : إدارة النموذج المقترح

تتمثل إدارة صناديق الاستثمار في النموذج المقترح في الآتي :

### ١ - مجلس إدارة النموذج المقترح :

ويتمثل في مجلس إدارة البنك المنشأ للصندوق .

### ٢ - الإدارة التنفيذية للنموذج المقترح :

وتتخذ أحد الأشكال التالية :

أ - قيام البنك بإسناد مهمة إدارة الصناديق إلى إدارة تنفيذية من العاملين به من ذوي الخبرة والتخصص في إدارة صناديق الاستثمار .

ب - قيام البنك بإسناد مهمة إدارة الصناديق إلى مدير استثمار من خارج البنك له خبرة متخصصة في إدارة الصناديق مقابل حصوله على حصة معينة من الأرباح مع تضمين نشرة الاكتتاب ذلك .

جـ - قيام البنك بإسناد إدارة بعض صناديق الاستثمار إلى إدارة تنفيذية من العاملين به من ذوي الخبرة وإسناد البعض الآخر من هذه الصناديق إلى مدير استثمار ذي خبرة متخصصة في إدارة الصناديق مقابل حصة معينة من الربح مع تضمين نشرة الاكتتاب ذلك .

ويجب على البنك أو مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصناديق عناية الرجل الحريص وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف أو إجراء بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق وتنويع أوجه الاستثمار وتجنب تضارب المصالح بين البنك والمستثمرين ويكون مسؤولاً عن استثمار أموال الصناديق وفقًا للغرض المخصص لها فإذا قصر أو تعدى وخالف شروط المضاربة ضمن ما لحق برأس مال المضاربة من خسائر .

هذا ويحظر على البنك أو مدير الاستثمار القيام بالأعمال الآتية :

أ - التعامل في سلع وأنشطة يحرمها الإسلام .

ب - التعامل بالفائدة أخذًا أو عطاءً .

ح - استخدام أساليب غير شرعية في استثمار الأموال كالمقامرة والربا والنجش والاحتكار والغرر وبيع ما ليس عنده وبيع ما لم يقبض وبيع الدين بالدين .

د - إذاعة أو نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو حجب معلومات هامة عن الصندوق فيجب عليه أن يلتزم بالإفصاح .

و - الاعتماد على موارد بشرية غير مؤهلة شرعيًا وعلميًا وعمليًا للعمل بهذه الصناديق .

## حادي عشر : توزيع المصروفات في النموذج المقترح

تنقسم المصروفات في النموذج المقترح إلى نوعين :

### ١ - مصروفات التأسيس :

وتحمل على الصندوق ويطالب بها المكتتبين عند الاكتتاب أو تخصم من صافي الربح المتحقق بعد ذلك قبل التوزيع .

ويتحمل المستثمر الجديد الذي يقوم بشراء صكوك الصندوق المتداولة نفقات التأسيس عن طريق شرائه للصكوك بقيمتها الحقيقية من خلال البنك .

### ٢ - المصروفات التشغيلية :

وينظر إلى هذه المصروفات :

- فإذا كانت متعلقة بالمضارب في كل عمل يجب عليه أن يقوم به فإنها تحمل عليه في مقابل حصته من الربح .

- أما إذا كانت طبيعة المضاربة تقتضي الاستعانة بخبرات غير متاحة في هيكل المضارب الوظيفي وقت الدخول في المضاربة ، فإن تكلفة هذه الخبرات تكون من وعاء المضاربة .

## ثاني عشر : اقتطاع الاحتياطيات في النموذج المقترح

لصناديق الاستثمار في النموذج المقترح اقتطاع جزء من الأرباح كاحتياطيات لمواجهة مخاطر الاستثمار بالإعلان عن ذلك من خلال نشرات الاكتتاب وقد يكون الاحتياطي لمواجهة حالات الانخفاض في الأرباح عن مستوى معين وحينئذ يقتطع من الربح الإجمالي .

وقد يكون لحماية رأس المال وحينئذ يقتطع من حصة أرباب الأموال المكتتبين في الربح دون حصة المضارب ( البنك ) .

## ثالث عشر : التنضيض الحكمي في النموذج المقترح

نظرًا للطابع الجماعي للمستثمرين في صناديق الاستثمار في النموذج المقترح ورغبة بعضهم في التخارج من الصندوق باسترداد صكوكهم فإن التنضيض الحكمي يعتبر بديلًا عن التنضيض الفعلي الذي لا يقع إلا عند نهاية مدة الصندوق بالتصفية لموجوداته .

## رابع عشر : توزيع الأرباح والخسائر في النموذج المقترح

**يحكم توزيع الأرباح والخسائر في النموذج المقترح القواعد الآتية :**

١ - يتم تحديد نسبة الربح بين البنك والمكتتبين مع تضمين ذلك نشرة الاكتتاب ويجب أن يكون الربح بنسبة معلومة وشائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين أو منسوبًا لرأس المال .

٢ - يكون الربح وفقًا لما يتفق عليه الطرفان أما الخسارة فتكون على المكتتبين (أرباب الأموال ) بمقدار حصصهم في رأس المال ما لم يقصر أو يتعدى المضارب ( البنك ) فإن فعل ذلك ضمن .

٣ - توزيع الربح قد يكون نهائيًا وحينئذ يشترط له التنضيض الحكمي ، وإما أن يكون تحت الحساب فيعاد النظر فيه وعادة ما يكون ذلك في الصناديق ذات العائد الدوري وإذا بيع الأصل بعد ذلك بأقل من ثمن شرائه فإن هذا النقصان يجبر من الربح الموزع تحت الحساب .

## خامس عشر : الزكاة في النموذج المقترح

يتمثل وعاء الزكاة في النموذج المقترح في صافي رأس المال العامل بالإضافة إلى صافي الربح وتحتسب الزكاة بنسبة ( ٢,٥٪ ) من قيمة هذا الوعاء في نهاية كل سنة مالية للصناديق ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب النص صراحة على خصم الزكاة من وعاء المضاربة .

## سادس عشر : الرقابة في النموذج المقترح

**تتمثل الرقابة في النموذج المقترح في الآتي :**

### ١ - رقابة شرعية :

وتتمثل في وجود هيئة شرعية لصناديق الاستثمار تعرض عليها جميع استثمارات الصندوق ؛ للنظر في مدى شرعيتها وعدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية .

### ٢ - رقابة حسابية خارجية :

تتمثل في مراقبة حسابات الصناديق من خلال مراقبين للحسابات من ذوي الخبرة ويكون لهما حق الاطلاع على دفاتر الصندوق وطلب البيانات والإيضاحات وتحقيق الموجودات والالتزامات .

### ٣ - رقابة عامة :

وتتمثل في :

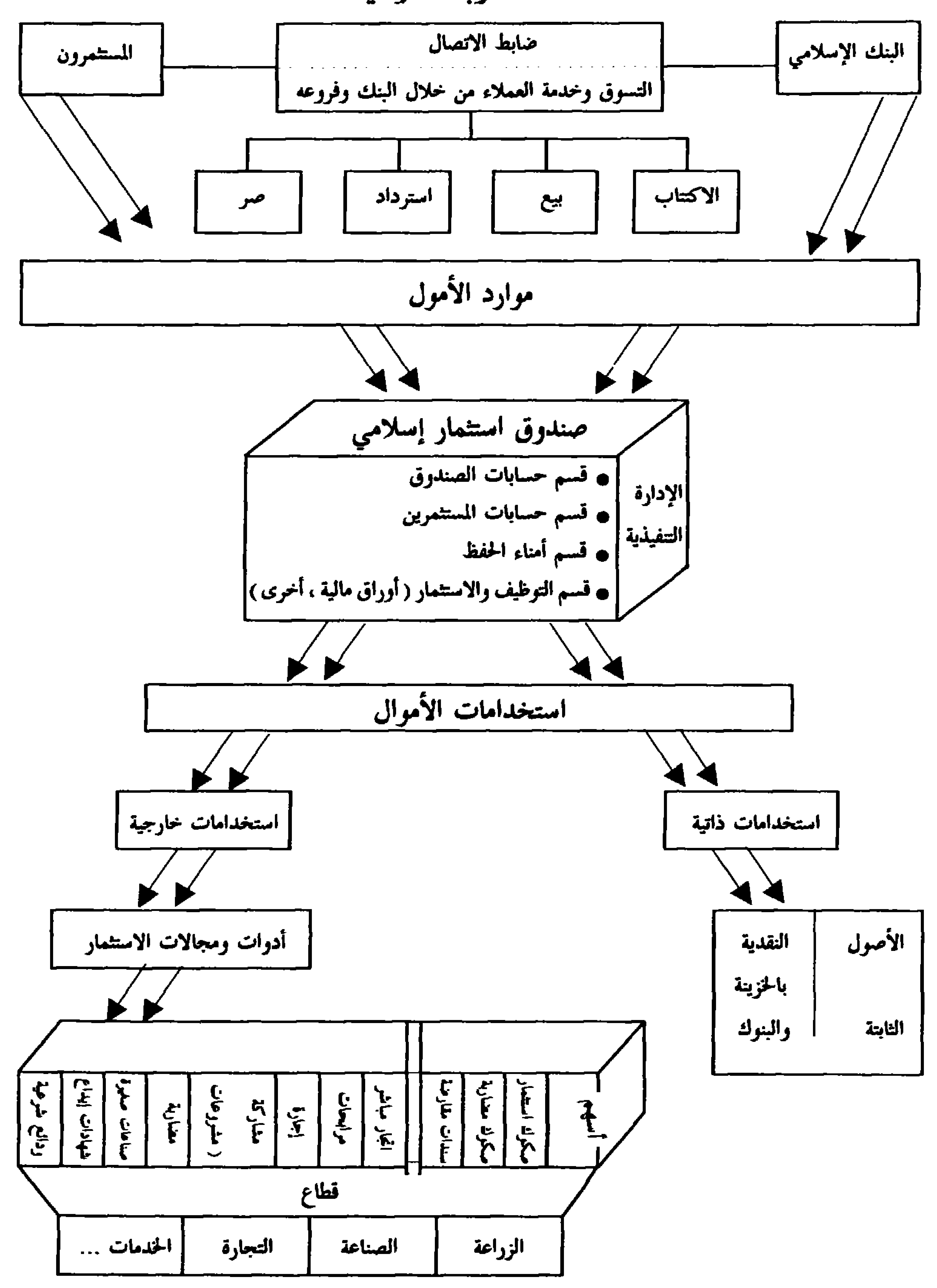
أ – **رقابة حكومية** : وتتمثل في رقابة جهة الترخيص للصناديق حيث تقوم باعتماد نشرات الاكتتاب والإشراف على نشاط الصناديق والتحقق من ممارسته وفقًا للغرض الذي أنشئت من أجله الصناديق .

ب – **رقابة المستثمرين** : وذلك من خلال إلزام صناديق الاستثمار بالإفصاح عن كل ما يحتاجه المستثمرون من بيانات عن الصناديق عن طريق نشر قيمة الصكوك على أساس أسبوعي في صحيفة واسعة الانتشار على الأقل ونشر ملخص واف للتقارير والقوائم المالية على أساس ربع سنوي مع بيان التطورات في حركة الصكوك خلال تلك الفترة فضلًا عن أهم أدوات ومجالات الاستثمار في الصناديق – وذلك من خلال صحيفتين واسعتي الانتشار على الأقل .

وفيما يلي الشكل رقم ( ١٢ ) والذي يوضح النموذج المقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية :

**شكل رقم ( ١٢ )**

**نموذج مقترح لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية على أساس عقد المضاربة الشرعية**



# تعريف بالمؤلف

* د . أشرف محمد محمد دوابه .
* مواليد مدينة الرحمانية محافظة البحيرة مصر في ٢٩ مارس ١٩٦٥م .
* بكالوريوس التجارة شعبة الدراسات المالية جامعة الإسكندرية ١٩٨٧م .
* ليسانس الشريعة والقانون جامعة الأزهر ٢٠٠٠م .
* دبلوم عام العلوم الإدارية أكاديمية السادات للعلوم الإدارية بالإسكندرية ١٩٩٤م .
* ماجستير إدارة الأعمال بعنوان ( صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق ) أكاديمية السادات للعلوم الإدارية القاهرة ٢٠٠٠م .
* دكتوراه إدارة الأعمال بعنوان : ( دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية ) أكاديمية السادات للعلوم الإدارية القاهرة ٢٠٠٣م .
* التخصص في الماجستير والدكتوراه : تمويل واستثمار التخصص الفرعي : مصارف وأسواق مالية .
* باحث ومحاضر في العلوم الشرعية والاقتصادية .
* له العديد من الأبحاث والمقالات المنشورة وغير المنشورة ومنها :

- فوائد البنوك بين الإباحة والتحريم قراءة شرعية واقتصادية لفتوى مجلس مجمع البحوث الإسلامية ( كتاب ) .
- البنوك الإسلامية بين كيد الأعداء وتفريط العلماء .
- الجات بين المكاسب والخسائر ( دراسة على مصر والدول العربية ) .
- مقدمة في دراسات الجدوى الاقتصادية .
- نحو سوق مالية إسلامية .
- نحو منتجات مصرفية إسلامية ( شهادات الاستثمار القابلة للتداول شركات التأجير التمويلي - B . O . T - رأس المال المخاطر ) .
- نحو رجل أعمال إسلامي ( كتاب ) .

- غسيل الأموال .. ماذا يعني .
- الركود ونقص السيولة في مصر .. الأزمة والمخرج .
- سعر الدولار في مصر إلى أين .. الأزمة والمخرج .
- تعويم سعر صرف الجنيه المصري .. نظرة موضوعية .
- مشكلة التعثر بين المعالجة الأمنية والمصرفية .
- نحو جهاد اقتصادي مع انتفاضة الأقصى ( دراسة اقتصادية وشرعية ) ( كتاب ) .
- انتفاضة الأقصى .. نزيف مستمر للاقتصاد الإسرائيلي .
- المقاطعة الاقتصادية .. نظرة شرعية واقتصادية .
- الاقتصاد المصري والحرب على العراق .

* عضو الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع المصرية .

* يعمل ببنك فيصل الإسلامي المصري منذ عام ١٩٨٩م وعضو لجنة التوظيف والاستثمار بفرع البنك بدمنهور .

* العنوان البريدي : مصر - دمنهور - شارع محمد عبد الكريم - بنك فيصل الإسلامي المصري .

* تليفون / محمول : ٢٠١٠١٧٧٣٤٥٠ منزل : ٢٠٤٥٣٣١٥٧٨٨ فاكس : ٢٠٤٥٣٣١٤٠,٠

* E - mail : adawaba@yahoo . com & adawaba@hotmail . com

## المحتويات

* * *

رقم الإيداع

2004/10626

I.S.B.N الترقيم الدولي

977-342-242-9

# ( من أجل تواصلٍ بنَّاء بين الناشر والقارئ )

**عزيزي القارئ الكريم** . .          السلام عليكم ورحمة اللّه وبركاته . .

**نشكر لك اقتناءك كتابنا : « صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق »** ورغبة منا في تواصلٍ بنَّاء بين الناشر والقارئ ، وباعتبار أن رأيك مهمٌّ بالنسبة لنا ، فيسعدنا أن ترسل إلينا دائمًا بملاحظاتك ؛ لكي ندفع بمسيرتنا سويًّا إلى الأمام .

*** فهيًا مارس دورك في توجيه دفة النشر باستيفائك للبيانات التالية :-**

**الاسم كاملاً** : .................... **الوظيفة** : ....................

**المؤهل الدراسي** : .................... **السن** : .................... الدولة : ....................

المدينة : .................... حي : .................... شارع : .................... ص.ب : ....................

هاتف : ☐☐☐☐☐☐☐ / ☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐☐ : e-mail

**- من أين عرفت هذا الكتاب ؟**

☐ أثناء زيارة المكتبة ☐ ترشيح من صديق ☐ مقرر ☐ إعلان ☐ معرض

**- من أين اشتريت الكتاب ؟**

اسم المكتبة أو المعرض : .................... المدينة .................... العنوان ....................

**- ما رأيك في أسلوب الكتاب ؟**

☐ ممتاز ☐ جيد ☐ عادي ( لطفًا وضح لِمَ ) ....................

**- ما رأيك في إخراج الكتاب ؟**

☐ عادي ☐ جيد ☐ متميز ( لطفًا وضح لِمَ ) ....................

**- ما رأيك في سعر الكتاب ؟** ☐ رخيص ☐ معقول ☐ مرتفع

( لطفًا اذكر سعر الشراء ) .................... العملة ....................

**عزيزي انطلاقًا من أن ملاحظاتك واقتراحاتك سبيلنا للتطوير وباعتبارك من قرائنا فنحن نرحب بملاحظاتك النافعة . . . فلا تتوانَ ودَوِّن ما يجول في خاطرك : -**

....................

....................

....................

....................

**دعوة** : نحن نرحب بكل عمل جاد يخدم العربية وعلومها والتراث وما يتفرع منه ، والكتب المترجمة عن العربية للغات العالمية - الرئيسية منها خاصة - وكذلك كتب الأطفال .


**عزيزي القارئ أعد إلينا هذا الحوار المكتوب على e-mail:info@dar-alsalam.com**

**أو ص.ب ١٦١ الغورية - القاهرة - جمهورية مصر العربية**

**لنراسلك ونزودك ببيان الجديد من إصداراتنا**


( من أجل تواصلٍ بنَّاء بين الناشر والقارئ )

( من أجل تواصل بنّاء بين الناشر والقارئ )

## عزيزي القارئ الكريم :

نشكرك على اقتنائك كتابنا هذا ، الذي بذلنا فيه جهدًا نحسبه ممتازًا ، كي نخرجه على الصورة التي نرضاها لكتبنا ، فدائمًا نحاول جهدنا في إخراج كتبنا بنهج دقيق متقن ، وفي مراجعة الكتاب مراجعة دقيقة على ثلاث مراجعات قبل دفعه للطباعة ، ويشاء العلي القدير الكامل أن يثبت للإنسان عجزه وضعفه أمام قدرته مهما أوتي الإنسان من العلم والخبرة والدقة تصديقًا لقوله تعالى :

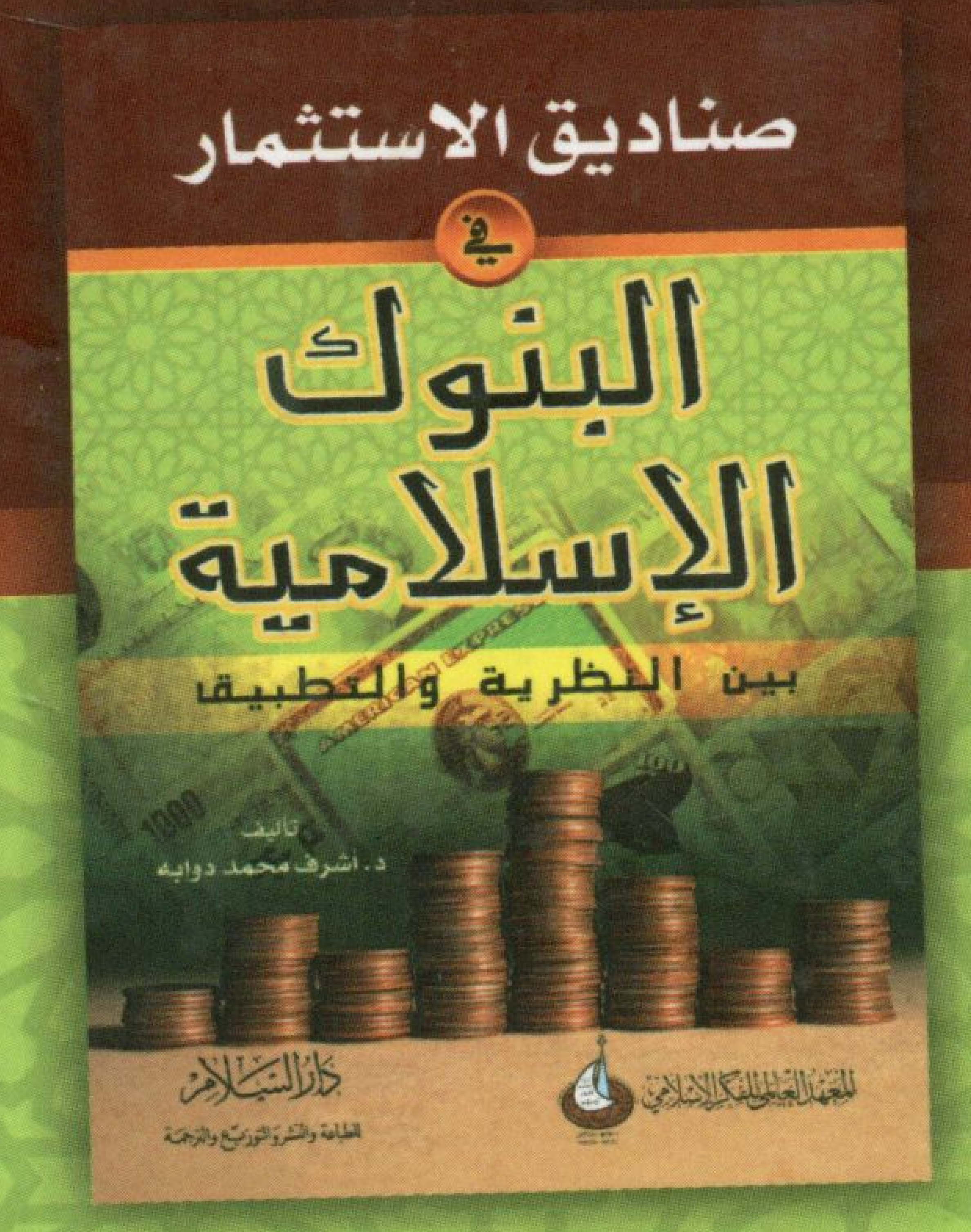
﴿ يُرِيدُ ٱللَّهُ أَن يُخَفِّفَ عَنكُمْۚ وَخُلِقَ ٱلْإِنسَٰنُ ضَعِيفًا ﴾ ( النساء : ٢٨ )

فأخي العزيز إن ظهر لك خطأ مطبعي أثناء قراءتك للكتاب فلا تتوان في أن تسجله في هذا النموذج وترسله لنا فنتداركه في الطبعات اللاحقة ، وبهذا تكون قد شاركت معنا بجهد مشكور يتضافر مع جهدنا جميعًا في سيرنا نحو الأفضل .

| الخطأ | رقم الصفحة | السطر |
|---|---|---|
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |

**شاكرين لكم حسن تعاونكم . . ،**


Dar Al Salam
PRINTING,PUBLICATION
& DISTRIBUTION
120 Al Azhar St. P.o Box: 161 El Ghoriah
Tel.: (202) 2741578 - 2704280 - 5932820
طبع
نشر
توزيع
جائزة
أفضل ناشر
للتراث




يتناول هذا الكتاب دراسة للاستثمار في المصارف الإسلامية من حيث مجالاته وصيغه ونطاقه ومشكلاته . ويتعرض الكتاب باستفاضة لصناديق الاستثمار من حيث ماهيتها وتطورها التاريخي وأنواعها وأهدافها ومزاياها والتشريعات الحاكمة لها ، فضلاً عن دراسة تطبيقية لبعض نماذجها والتكييف الشرعي لها ، ويقدم الكتاب نموذجًا مقترحًا لصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية يربط بين المبادئ العلمية وأحكام الشريعة الإسلامية ويتيح البدائل الاستثمارية أمام صغار المستثمرين - فضلاً عن كبارهم - لاستثمار أموالهم استثمارًا شرعيًا يجمع بين الربحية والسيولة والأمان . كما يتيح هذا النموذج للبنوك الإسلامية تنوع أوعيتها الادخارية واستيعاب ظاهرة التمويل قصير الأجل ، وتحقيق رغبتها أيضًا في الجمع بين الربحية والسيولة والأمان بالإضافة إلى المساهمة في تحقيق أهدافها التنموية المأمولة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي .




الناشر
دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة
القاهرة - مصر - ١٢٠ شارع الأزهر - ص.ب ١٦١ الغورية
هاتف : ٢٧٠٤٢٨٠ - ٢٧٤١٥٧٨ - ٥٩٣٢٨٢٠ - ٤٠٥٤٦٤٢
فاكس: ٢٧٤١٧٥٠ (٢٠٢+)
الإسكندرية - هاتف: ٥٩٣٢٢٠٥ فاكس: ٥٩٣٢٢٠٤ (٢٠٣+)
email:info@dar-alsalam.com
www.dar-alsalam.com